

UNIwersytet Ekonomiczny
w Katowicach

**SYSTEM BANKOWY
I RYNKI FINANSOWE
W WARUNKACH
GLOBALNEGO
KRYZYSU
FINANSOWEGO**

Redaktorzy naukowí

**Krystyna Znaniecka
Witold Gradoń**

71

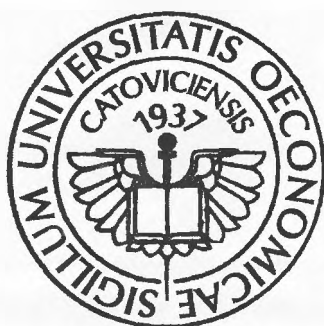
**ZESZYTY NAUKOWE
WYDZIAŁOWE**

**SYSTEM BANKOWY I RYNKI
FINANSOWE W WARUNKACH
GLOBALNEGO KRYZYSU
FINANSOWEGO**

„Studia Ekonomiczne”

**ZESZYTY NAUKOWE
WYDZIAŁOWE
UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO
W KATOWICACH**

**SYSTEM BANKOWY I RYNKI
FINANSOWE W WARUNKACH
GLOBALNEGO KRYZYSU
FINANSOWEGO**



Katowice 2010

Komitet Redakcyjny

Halina Buk (redaktor naczelny), Anna Kuzior (sekretarz),
Anna Kostur, Gabriela Łukasik, Artur Walasik

Redaktorzy naukowci

Krystyna Znaniecka
Witold Gradoń

Recenzenci

Ewa Bogacka-Kisiel
Janina Harasim
Ryszard Wierzba

Redaktor

Andrzej Żak

**© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego
w Katowicach 2010**

Wszelkie prawa zastrzeżone. Każda reprodukcja lub adaptacja całości bądź części niniejszej publikacji, niezależnie od zastosowanej techniki reprodukcji, wymaga pisemnej zgody Wydawcy

ISBN 978-83-7246-631-0

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach

ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, tel. 32 257-76-30, fax 32 257-76-43
www.ue.katowice.pl, e-mail: wydawnictwo@ue.katowice.pl

SPIS TREŚCI

Wstęp	7
I. Bankowość.....	9
Emil Antoniszyn Ustawa o NBP w świetle kryzysu finansowego w Polsce	11
Janina Harasim Wsparcie kredytobiorców indywidualnych w warunkach kryzysu.....	37
Władysław Leopold Jaworski Wybrane aspekty działalności banków komercyjnych	51
Dorota Korenik O roli państwa w systemie finansowym gospodarki rynkowej w kontekście kryzysu finansowego. Kwestie wybrane.....	57
Iwa Kuchciak Promocja rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce jako forma wsparcia gospodarki w czasach kryzysu.....	71
Tomasz Niedzwiedzki Dostępność usług bankowych dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw w sytuacji spowolnienia gospodarczego na przykładzie Banku BGŻ SA.....	81
Bogusław Półtorak Programy wsparcia rynków kredytów hipotecznych w warunkach kryzysowych	89
Wiesława Przybylska-Kapuścińska Bank centralny podmiotem wspomagającym gospodarkę w dobie kryzysu	99
Agnieszka Przybylska-Mazur Rola reguł polityki pieniężnej w prognozowaniu wskaźnika inflacji.....	107
Irena Pyka Bankowość centralna wobec skutków kryzysu finansowego gospodarki globalnej.....	115
Artur Stefański Czynniki uwzględniane w procesie oceny poziomu ryzyka kredytowego.....	133

II. Rynki finansowe.....	143
Piotr Dąbrowski Nadzwyczajne regulacje rynków kapitałowych w okresie kryzysu.....	145
Bożena Frączek TARN (Target Redemption Note) – jako alternatywna dla lokaty forma bezpiecznego inwestowania	153
Witold Gradoń Ewolucje koncepcji nadzoru finansowego w Unii Europejskiej	161
Jan Kaczmarzyk, Tomasz Zieliński Metody symulacyjne w poszerzonej analizie wrażliwości	171
Piotr Kania Ubezpieczenia finansowe w warunkach kryzysu gospodarczego	189
Miloš Král Odsetkowe strukturyzowane instrumenty pochodne powstałe na bazie podstawowego produktu cap – collar – floor i wynikające z nich zagrożenia dużych strat finansowych dla polskich podmiotów.....	199
Zofia Łękawa Nowe uwarunkowania rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce	213
Ewa Nastarowicz Refinansowanie rynku kredytów hipotecznych emisją MBS-ów	223
Jacek Nowak, Maciej Rudnicki Koncepcja regulacji kwalifikacji zawodowych doradców finansowych.....	233
Helena Ogrodnik Europejskim rynek ubezpieczeniowy w latach 2006-2008 – wybrane tendencje	241
Renata Papież Koncepcja EU REIT – przesłanki jednolitego modelu Real Estate Investment Trust w Europie.....	251
Grzegorz Sikora Złoto jako forma lokaty w warunkach kryzysu finansowego.....	267
Anna Szelągowska Finansowanie polskiego budownictwa czynszowego w świetle nowej reformy mieszkaniowej. Implikacje dla rynku finansowego	279
Daniel Szewieczek, Monika Wieczorek-Kosmala Wpływ światowego kryzysu finansowego na zmiany w obrębie produktowej struktury rynku ubezpieczeń na życie w Polsce	287

WSTĘP

Obserwacje zachodzących w skali gospodarki światowej procesów oraz oceny zdarzeń występujących na rynkach finansowych dokonywane są przez pryzmat największego od dziesięcioleci kryzysu gospodarczego. Dominuje przekonanie, iż źródeł występujących problemów należy doszukiwać się w niesprawności działania sektora finansowego, przy czym konsekwencje odzwierciedliły się również w sferze realnej gospodarki.

Potrzeba ograniczenia niepożądanych skutków kryzysu znalazła potwierdzenie w podejmowanych przez władze monetarne decyzjach dotyczących łagodzenia polityki pieniężnej oraz realizowanych przez rządy programach wspierania podmiotów sfery realnej. Niespotykane do tej pory rozmiary interwencji monetarnych oraz fiskalnych znajdują swoje odbicie w postaci wykorzystania różnych, często dotąd niestosowanych, instrumentów wspierania instytucji finansowych, przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych.

Krytyczna analiza przyczyn oraz objawów kryzysu w sferze pieniężnej i realnej gospodarki, a także ocena kierunków i skuteczności działań podejmowanych przez banki centralne oraz władze fiskalne są przedmiotem prezentowanych artykułów. Stawiane przez autorów opracowań tezy, formułowane wnioski oraz rekomendacje należy uznać za istotny wkład do aktualnej dyskusji, której przedmiotem są krajowe i zagraniczne doświadczenia wykorzystania finansowych instrumentów wsparcia gospodarki w warunkach kryzysu.

Konieczność oceny wrażliwości systemu finansowego na skutki kryzysu finansowego nie budzi wątpliwości, stąd wiele zagadnień dotyczących zmian w kondycji banków znalazło odzwierciedlenie w prezentowanych artykułach. W szczególności podjęto się omówienia następujących zagadnień:

W zakresie bankowości centralnej określono znaczenie regulacji prawnych, w szczególności ustawy o Narodowym Banku Polskim, rolę państwa w organizacji systemu finansowego, możliwości wspierania sfery realnej przez bank centralny, a także podjęto zagadnienia stosowania reguł polityki pieniężnej w prognozowaniu inflacji. W zakresie bankowości komercyjnej przedmiotem artykułów są zagadnienia dotyczące wspierania kredytobiorców indywidualnych, wspomagania rynku kredytów hipotecznych, a także wspierania gospodarki poprzez promocję rozwoju obrotu bezgotówkowego.

Skutki kryzysu finansowego odnoszą się do sytuacji na poszczególnych segmentach rynku finansowego. Niezbędna staje się w konsekwencji analiza wpływu kryzysu na sprawność funkcjonowania rynku finansowego. Wiele zagadnień dotyczących efektywności rynków finansowych znalazło odzwierciedlenie w problemach poruszanych w prezentowanych artykułach. W szczególności wskazano następujące zagadnienia:

Odnosząc się do kwestii związanych z regulacjami oraz nadzorem nad rynkiem finansowym, podjęto tematykę nadzwyczajnych regulacji rynków kapitałowych, nowych uregulowań rynku obligacji komunalnych, ewolucji koncepcji nadzoru finansowego w Unii Europejskiej, a także omówiono koncepcję regulacji kwalifikacji zawodowych doradców finansowych.

W prezentowanych artykułach podjęto również zagadnienia dotyczące poszczególnych instrumentów rynku finansowego, w szczególności omówiono *target redemption note* jako alternatywę dla lokaty, odsetkowe ustrukturyzowane instrumenty pochodne powstałe na bazie produktu *cap – collar – floor* oraz złota jako formy lokaty w warunkach kryzysu finansowego.

Wskazano również liczne problemy dotyczące ubezpieczeń, w szczególności odnosząc się do roli ubezpieczeń finansowych w warunkach kryzysu, tendencji zachodzących na europejskim rynku ubezpieczeniowym, przeprowadzono także analizę wpływu kryzysu finansowego na zmiany produktowej struktury rynku ubezpieczeń w Polsce.

I. BANKOWOŚĆ

USTAWA O NBP W ŚWIETLE KRYZYSU FINANSOWEGO W POLSCE

1. Harmonizacja (koordynacja) polskiego prawa z prawem UE w zakresie bankowości

Proces harmonizacji (koordynacji) polskiego prawa finansowego, w tym bankowego, z prawem wspólnotowym był częścią programu politycznego Polski i UE, którego celem było spełnienie wymogów warunkujących w okresie przedakcesyjnym przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Ujęto w nim również kwestię koordynacji funkcjonowania NBP w ramach struktur finansowo-bankowych UE. Współpraca pomiędzy NBP a EBC została zatem znacząco pogłębiona jeszcze przed przystąpieniem Polski do UE. Miało to na celu lepsze przygotowanie struktur NBP do pełnienia przyszłych obowiązków. W ramach tej współpracy prezes NBP miał prawo uczestnictwa w obradach Rady Ogólnej EBC, a reprezentanci NBP uzyskali prawo udziału, na zasadach aktywnych obserwatorów¹, w pracach grup roboczych i komitetów ESBC. Uczestnictwo prezesa NBP w Radzie Ogólnej jest jednak niejako symboliczne, gdyż organ ten nie ma wpływu na decydowanie o polityce pieniężnej. Proces koordynacji prawa bankowego można zatem podzielić na etap przedakcesyjny i na etap po akcesji Polski do UE.

Obligatoryjne wymogi zostały przedstawione w Układzie Europejskim i sprecyzowane w Białej Księdze². Na kształt polskiego systemu finansowego i prawa bankowego, zwłaszcza prawa walutowego, miało wpływ przewidywane wejście Polski, już po wstąpieniu do Unii Europejskiej, do Unii Gospodarczo-Walutowej. Kierunek harmonizacji w polskim prawie bankowym został niejako narzucony poprzez konieczność dostosowania tegoż prawa do standardów Unii Europejskiej. Przejawia się on w przestrzeganiu ustalonych i akcep-

¹ Status pozwalający na aktywne uczestnictwo w pracach tych ciał, lecz bez prawa głosu.

² Zob. L. Jasiński: *Finanse. Bank Centralny. System Bankowy*. Biała Księga Polska – Unia Europejska nr 21, Warszawa 1993, s. 8.

towanych zasad funkcjonowania banków, systemu bankowego i całego rynku finansowego, które ustalane są przez Komisję Europejską, Parlament Europejski, Radę Europejską oraz Europejski Bank Centralny. Podczas negocjacji członkowskich strona polska zadeklarowała dokonanie tych zmian do końca 2002 roku. W dniu zakończenia negocjacji, 13 grudnia 2002 roku, strona unijna zaakceptowała zgodność polskiego prawa bankowego z *acquis communautaire*³.

Duże znaczenie w procesie dostosowania polskiego prawa bankowego do standardów unijnych miała, i ma nadal, działalność Narodowego Banku Polskiego. „Spoczywa na nim nie tylko obowiązek zapewnienia stabilności i integralności całego systemu finansowego w Polsce, ale także dokonania wewnętrznych zmian instytucjonalno-strukturalnych, które zapewnią NBP prawidłowe funkcjonowanie w ESBC”⁴. Dostosowania, które musi przeprowadzić bank centralny, opierają się na zagadnieniach prawno-instytucjonalnych, ekonomicznych i infrastrukturalnych. Proces ten na płaszczyźnie prawno-instytucjonalnej dotyczy przede wszystkim dostosowania norm prawa bankowego do wymogów unijnych.

Zmiany legislacyjne dotyczą w szczególności:

- ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe oraz ustawy z dnia 23 sierpnia 2001 r. o zmianie ustawy Prawo bankowe,
- ustawy z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim,
- ustawy z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym,
- ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych,
- ustawy z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających,
- ustawy z dnia 16 listopada 2000 r. o przeciwdziałaniu wprowadzaniu do obrotu finansowego wartości majątkowych pochodzących z nielegalnych lub nieujawnionych źródeł oraz o przeciwdziałaniu finansowaniu terroryzmu,
- ustawy z dnia 20 lipca 2001 r. o kredycie konsumenckim,
- ustawy z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe.

³ *Acquis communautaire* (fr. dorobek wspólnotowy) – dorobek prawny Wspólnot Europejskich i Unii Europejskiej, obejmujący wszystkie traktaty założycielskie i akcesyjne oraz umowy międzynarodowe je zmieniające (tzw. prawo pierwotne), przepisy wydawane na ich podstawie przez organy Wspólnot (prawo wtórne), umowy międzynarodowe zawarte przez Wspólnoty i Unię Europejską, orzecznictwo ETS i Sądu Pierwszej Instancji, a także deklaracje i rezolucje oraz zasady ogólne prawa wspólnotowego. Obowiązkiem każdego państwa wstępującego do Unii Europejskiej jest wprowadzenie *acquis communautaire* do własnego systemu prawnego.

⁴ *Rola Narodowego Banku Polskiego w procesie integracji europejskiej*. Narodowy Bank Polski, Warszawa 2003, s. 25.

Zmiany o charakterze ekonomicznym i infrastrukturalnym mają na celu dostosowanie polityki pieniężnej i finansowej do standardów europejskich, szczególnie o charakterze technicznym.

W związku z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej w Narodowym Banku Polskim dokonano wielu zmian o charakterze systemowym. Największe jednak zmiany będą dokonane po przystąpieniu Polski do strefy euro i obejmą przede wszystkim kwestię wspólnej polityki pieniężnej.

W raportach UE, obejmujących kwestie dostosowania działalności NBP do nowych warunków, zwrócono szczególną uwagę na następujące aspekty:

- niezależność instytucjonalną i personalną,
- prawną integrację w ramach Eurosystemu⁵,
- zgodne z przepisami UE uregulowanie w ustawie o NBP kwestii: celów działalności, polityki pieniężnej i jej instrumentów, gospodarki finansowej i polityki kursowej, a także współpracy międzynarodowej.

Zmiany w ustawie o NBP mają na celu przede wszystkim ostateczne dostosowanie statusu NBP do przepisów unijnych. Jednym z warunków negocjacji członkostwa w UE w obszarze „Unia Gospodarcza i Walutowa” był „obowiązek pełnej harmonizacji polskich przepisów dotyczących banku centralnego z Traktatem o Ustanowieniu Wspólnoty Europejskiej oraz Statutem Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, w szczególności w zakresie instytucjonalnej, personalnej i finansowej niezależności NBP”⁶. Niezależność ta przejawia się przede wszystkim w udziale przedstawiciela rządu jedynie w charakterze obserwatora w obradach RPP, likwidacji specjalnych funduszy NBP oraz podwyższeniu funduszu statutowego i odpisu na fundusz rezerwowy.

Porównując polskie i unijne przepisy dotyczące funkcjonowania banku centralnego, widać dużą zgodność, a to przede wszystkim dzięki wejściu w życie znowelizowanej Ustawy o NBP z 29 sierpnia 1997 r. Dzięki tym przepisom bank centralny uzyskał znaczną niezależność oraz wykryzalizowały się cele i funkcje, które powinien pełnić w gospodarce.

Według strony unijnej istniały jednakże kwestie wymagające uściślenia. Jest to przede wszystkim wspomniane zagadnienie niezależności banku centralnego. W Raporcie o Konwergencji opublikowanym w 2004 roku przez Europejski Bank Centralny stwierdzono, że NBP nie ma przyznanej w jednoznaczny sposób niezależności instytucjonalnej, osobistej i finansowej.

⁵ Eurosystem tworzą: EBC oraz banki centralne krajów, które przyjęły euro.

⁶ *Rola Narodowego Banku Polskiego...*, op. cit., s. 28.

W zakresie niezależności instytucjonalnej EBC powołuje się na art. 108 Traktatu o Unii Europejskiej oraz na art. 7 Statutu ESBC, zgodnie z którym: „...ani EBC, ani krajowy bank centralny, ani członek z któregokolwiek ich organów decyzyjnych nie zwracają się o instrukcje ani ich nie przyjmują od instytucji czy organów wspólnotowych, rządów Państw Członkowskich, ani jakiegokolwiek innego organu”⁷. Zgodnie więc z prawem Wspólnotowym prezes NBP nie powinien przekazywać RM i ministrowi finansów projektu wytycznych prowadzonej polityki pieniężnej, lecz ostateczny ich tekst.

W zakresie niezależności personalnej konieczne jest dostosowanie art. 9 Ustawy o NBP, zgodnie z którym prezesa NBP powołuje i odwołuje Sejm na wniosek Prezydenta, z tym, że dotyczy to wyłącznie sytuacji, kiedy upływa jego kadencja lub rozpoczyna się nowa kadencja. Natomiast zgodnie ze Statutem ESBC prezesa można odwołać wtedy, gdy nie jest on już zdolny do pełnienia swoich funkcji lub dokonał poważnego uchybienia⁸. Bankowość krajów UE jest zharmonizowana, co wynika z dyrektyw UE. Dyrektywy te traktowane są jako swego rodzaju substytut konstytucji bankowej UE. Szczególnie ważne są:

- Pierwsza Dyrektywa Bankowa z dnia 12.12. 1977 r. (First Council Directive of 12 December 1977 on coordination of the laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions – 77/780/EEC – OJ L 322, 17.12.1977),
- Druga Dyrektywa Bankowa z dnia 15.12.1989 r. (Second Council Directive of 15 December 1989 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions – 89/646/EEC OJ L 386, 30.12.1989).

2. Reforma polskiego systemu bankowego jako wstępny etap procesu integracji z systemem bankowym UE

W narodowych bankach krajów UE sposób i metody działania są zbieżne w zakresie różnych odmian operacji otwartego rynku, kredytów lombardowych, redyskonta weksli i rezerw obowiązkowych. Obowiązuje zasada kadencyjności i kolegialności naczelnych organów banków centralnych. Nie określa się jednak sztywno tego czasokresu w bankach krajowych. **Prezes EBC i członkowie Zarządu EBC mogą być odwołani (vide Statut EBC art. 11),**

⁷ Artykuł 7 Statutu ESBC

⁸ Artykuł 14.2 Statutu ESBC.

jeżeli przestali spełniać wymogi konieczne do realizowaniu swoich obowiązków lub gdy popełnili poważne uchybienia. Kadencyjność jest ustalana przez poszczególne kraje i może być zmieniana. Chodzi jedynie o zachowanie zasady kadencyjności. Z kolei kolegialność nie wyklucza udziału przedstawicieli rządów w tych organach na przykład w roli doradczej, konsultacyjnej, członków bez prawa głosu czy jako obserwatorów. Na podstawie wyżej wymienionych dokumentów ujednolicone zostały także sprawy nadzoru bankowego, który ponosi odpowiedzialność za funkcjonowanie rynku finansowego i politykę pieniężną. Niezależnie od dwóch wyżej wymienionych dyrektyw Unia Europejska wprowadziła więcej dyrektyw, w których ustalono: minimum kapitałowe przy tworzeniu banków, stosowanie jednolitych standardów rachunkowości bankowej, stosowanie jednolitej kategoryzacji funduszy kwalifikowanych banku jako własnych, kontrolę nad kształtowaniem się składu akcjonariatu, zaangażowanie się banku w działalność pozabankową, ograniczenie ryzyka bankowego związanego z nadmierną koncentracją kredytów.

Dzięki Układowi o stowarzyszeniu między Polską a Wspólnotami Europejskimi, zwanemu Układem Europejskim, przyjęliśmy prawa i obowiązki. Do obowiązków zalicza się m.in. liberalizację płatności i obrotu kapitałem, funkcjonowanie według standardów UE bankowości. Zgodnie z art. 59 Układu Europejskiego postanowiono, że strony zobowiązują się do liberalizacji wszelkich płatności w swobodnie wymienianej walucie z tytułu zobowiązań wynikających z wolnej wymiany towarów, usług oraz należności związanych z działalnością gospodarczą. Na podstawie art. 83 Układu Europejskiego zawarto sformułowanie, że współpraca stron ma na celu przyjęcie wspólnych przepisów i norm m.in. w dziedzinie bankowości. Realizacja tego celu ma następować w wyniku:

- udziału w przygotowaniu słowników terminologicznych i tłumaczeń przepisów prawnych Polski i UE,
- dyskusji i spotkań informacyjnych,
- udzielaniu pomocy w szkoleniach.

Oprócz tego UE zobowiązała się do udzielenia, w przypadku wniosku władz polskich, pomocy technicznej, której celem będzie wprowadzenie pełnej wymienialności złotego i stopniowe zbliżanie się do Europejskiego Systemu Walutowego. Konsultacje te nie oznaczają obligatoryjnego uzyskiwania akceptu EBC w sprawach zmian w polskim prawie dotyczących NBP. Wejście do strefy euro bez odpowiedniego przygotowania spowoduje kolejne obciążenie społeczeństwa kosztami tej reformy. Zamiast cen w złotych będą ceny w euro, czyli zamiast jednego złotego trzeba będzie zapłacić jedno euro, ale czy jednocześnie w ten sposób zmieniają się płace społeczeństwa? Zachodzi obawa, że

w tym przypadku pracodawcy zastosują odpowiednie przeliczenia adekwatne do zmian cen.

Zgodnie z art. 109b Traktatu WE nakreślone zostały procedury współpracy EBC z UE, w których m.in. prezes EBC ma obowiązek przekazywania Parlamentowi, Radzie i komisjom sprawozdań z działalności EBC, które podlegają ocenie. Według tego artykułu EBC jest również częściowo podporządkowany Komitetowi Ekonomicznemu i Finansowemu UE. Zgodnie z tym zapisem Komitet zajmuje się m.in. sytuacją monetarną, przepływem kapitałów, funkcjonowaniem płatności i rozliczeń pieniężnych. Podobna praktyka powinna być przyjęta w Polsce.

3. Polityka finansowa NBP

Propozycja przedstawiania Sejmowi RP przez Prezesa NBP sprawozdania celem dokonania jego oceny nie koliduje z art. 227, pkt 6 Konstytucji RP. Sejm może podjąć uchwałę lub inną decyzję co do trybu rozpatrzenia takiego sprawozdania, jak też jego oceny oraz ewentualnego przyjęcia lub odrzucenia. Praktyka, która była stosowana w minionych latach przez poprzednie partie polityczne sprawujące władzę, w odniesieniu do sprawozdań NBP sprowadzała się do całkowitego zminimalizowania kontroli i nie oznaczało to literalnego stosowania zapisów Konstytucji oraz przepisów ustawy o NBP, ale ich wyłączenie. Taka była dotychczas interpretacja tych zapisów i wola polityczna. Wzorując się na rozwiązaniach UE w zakresie polityki kursowej, w Traktacie WE (art. 109) można, a nawet należałoby przyjąć propozycję, która upoważniałaby Radę Ministrów do ustalania kursu waluty polskiej w stosunku do innych walut po zasięgnięciu opinii NBP i nie jest to rozwiązanie sprzeczne z regulacjami UE. Należy nawet stwierdzić, że jest to rozwiązanie standardowe pozwalające na rozdzielenie polityki walutowej od polityki pieniężnej dla większej ich przejrzystości. Krytyka oponentów wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej na potrzeby gospodarki krajowej opiera się na tezie, że zwiększy ona dopływ pieniądza na rynek, a tym samym będzie rosła inflacja. Zadłużenie zagraniczne Polski nakazuje wręcz skierowanie wpływów odsetkowych z tych rezerw na spłatę tego zadłużenia. Leży to w interesie naszego kraju. Temat ten jest obecnie pomijany i przemilczany w kręgach rządowych, co wynika z zasady pomijania trudnych tematów ekonomicznych i przenoszenia ich na barki społeczeństwa np. przez podnoszenie podatków (ostatnio np. VAT). Celem najważniejszym jest przetrwanie poszczególnych rządów i wygranie kolejnych wyborów przez określoną partię. Konkludując należy zauważyć, że krytyka

wnioskowanych zmian w ustawie o NBP bierze się nie z przyczyn obiektywnych, na przykład z powodu braku ich zgodności z Konstytucją RP, Traktatem WE czy Statutem EBC lub z przyczyn społeczno-ekonomicznych, a wręcz jest odwrotnie, ponieważ są one niestety podyktowane partykularnymi interesami grup związanych utrzymaniem *status quo*, bez patrzenia na interes społeczeństwa i kraju, a szczególnie w warunkach ciągle utrzymującego się kryzysu finansowo-gospodarczego. Kolejni prezesi NBP nie zadawali sobie nawet trudu podjęcia prób przeprowadzenia szerszych badań naukowych odnośnie do efektów dostosowania celów działalności NBP np. w odniesieniu do standardów amerykańskich lub szwajcarskich. Podstawowym celem polityki pieniężnej jest u nas ciągle utrzymanie stabilnego poziomu cen. Stabilność cen jest w pewnym stopniu niezbędna do zbudowania trwałych fundamentów długofalowego wzrostu gospodarczego. Od 1999 roku w realizacji polityki pieniężnej wykorzystuje się strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. W jej ramach Rada Polityki Pieniężnej określa cel inflacyjny, a następnie dostosowuje poziom podstawowych stóp procentowych NBP tak, by maksymalizować prawdopodobieństwo osiągnięcia tego celu. Od początku 2004 roku Narodowy Bank Polski realizuje ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań ± 1 punkt procentowy. NBP utrzymuje poziom stóp procentowych spójny z realizowanym celem inflacyjnym, wpływając na wysokość nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego. Stopy rynku pieniężnego mają wpływ na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych, a co za tym idzie, na rozmiary kredytu, popyt w gospodarce i stopę inflacji. Wykorzystywany przez NBP zestaw instrumentów polityki pieniężnej pozwala na kształtowanie rynkowych stóp procentowych głównie na potrzeby banków komercyjnych. Ułatwia to tym bankom prowadzenie „polityki” własnych stóp procentowych np. odpowiednio wysokich dla kredytów. Mechanizm polityki kredytowej jest bardzo prosty, tzn. mnoży się stopy procentowe NBP trzy- lub czterokrotnie i takie stopy proponuje się klientom. Rodzi się w tym miejscu pytanie, czy to służy dobrze małym lub średnim przedsiębiorstwom, a w konsekwencji całej gospodarce. Warto też zauważyć brak reakcji NBP na bardzo niskie lub zerowe oprocentowanie środków osób fizycznych gromadzonych na tzw. ROR. Z kolei jeżeli osoby te chcą skorzystać z kredytu w rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowym, to oprocentowanie takiego kredytu konsumpcyjnego dochodzi nawet do 20 proc. rocznie. Instrumenty NBP obejmują także operacje otwartego rynku, rezerwę obowiązkową oraz operacje depozytowo-kredytowe. Operacje otwartego rynku to transakcje dokonywane z inicjatywy banku centralnego z bankami komercyjnymi. Obejmują one warunkową i bezwarunkową sprzedaż lub kupno

papierów wartościowych bądź dewiz, a także emisję własnych papierów dłużnych banku centralnego. Operacje otwartego rynku równoważą popyt i podaż środków utrzymywanych przez banki komercyjne w banku centralnym. Dzięki temu bank centralny wpływa na poziom krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. Obecnie operacje otwartego rynku przeprowadzane przez Narodowy Bank Polski polegają na emisji własnych papierów dłużnych (7-dniowych bonów pieniężnych), których minimalna rentowność jest równa stopie referencyjnej wyznaczonej przez Radę Polityki Pieniężnej. Bank centralny nakłada na banki obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Rezerwa ma na celu łagodzenie wpływu bieżących zmian płynności sektora bankowego na stopy procentowe na rynku międzybankowym. Służy również ograniczaniu nadpłynności banków. Rezerwą obowiązkową jest wyrażona w złotych część środków pieniężnych zgromadzonych na rachunkach bankowych i uzyskanych ze sprzedaży papierów wartościowych oraz innych środków przyjętych przez banki, podlegających zwrotowi, z wyjątkiem środków przyjętych od innego banku krajowego, a także pozyskanych z zagranicy na co najmniej 2 lata. Rezerwa obowiązkowa utrzymywana jest na rachunkach w NBP. Wysokość stopy rezerwy obowiązkowej ustala Rada Polityki Pieniężnej.

W przypadku prowadzenia przez NBP podstawowych operacji otwartego rynku z 7-dniowym terminem zapadalności może dochodzić do znacznych wahań najkrótszych, zwłaszcza jednodniowych, stóp rynku międzybankowego. Łagodzeniu tych wahań służą operacje kredytowo-depozytowe, prowadzone z bankami komercyjnymi z ich inicjatywy: kredyt lombardowy oraz lokaty terminowe banków w NBP (depozyt na koniec dnia). Operacje kredytowo-depozytowe NBP wpływają na wysokość stóp procentowych na rynku pieniężnym, których górną granicę stanowi oprocentowanie kredytu lombardowego, a dolną – oprocentowanie depozytu. NBP udziela bankom kredytu lombardowego pod zastaw skarbowych papierów wartościowych. Kredyt ten umożliwia im pokrywanie krótkookresowych niedoborów płynności. Udzielany jest na następujących zasadach:

- zastawem są skarbowe papiery wartościowe, a wysokość kredytu nie może przekroczyć 80% ich wartości nominalnej,
- termin spłaty kredytu przypada w następnym dniu operacyjnym po dniu jego udzielenia,
- warunkiem udzielenia kredytu jest uprzednia spłata wcześniej zaciągniętego kredytu.

Narodowy Bank Polski oferuje też bankom możliwość składania krótkookresowego (jednodniowego) depozytu w banku centralnym. Lokaty przy-

mowane są do końca dnia operacyjnego, a zwrot kwoty depozytu wraz z należnymi odsetkami następuje w kolejnym dniu operacyjnym. Lokaty są oprocentowane według stopy zmiennej ustalonej przez Radę Polityki Pieniężnej (stopy depozytowej). Lokaty terminowe w NBP pozwalają bankom komercyjnym na zagospodarowanie nadwyżek płynnych środków. W efekcie przeciwdziałają spadkowi krótkookresowych stóp na rynku międzybankowym poniżej stopy depozytowej. Odnośnie do zasad polityki kursowej należy zauważyć, że od 12 kwietnia 2000 roku kurs złotego jest kursem płynnym i nie podlega żadnym ograniczeniom. Bank centralny nie stawia sobie za cel określenia z góry poziomu kursu złotego do innych walut. Zastrzega sobie jednak prawo do interwencji, o ile uzna je za konieczne do realizacji celu inflacyjnego. Wstępując do Unii Europejskiej, Polska zobowiązała się, że przystąpi do strefy euro. W przyszłości być może złoty zostanie zastąpiony wspólną walutą europejską, a politykę pieniężną będzie kształtował Europejski Bank Centralny. Jednym z warunków przystąpienia do strefy euro jest spełnienie kryterium stabilności kursu walutowego. Rodzi się jednak w tym miejscu pytanie, jaki będzie wpływ NBP i rządu polskiego na kształt tej polityki. Dlatego w okresie poprzedzającym przyjęcie euro kurs złotego do euro najprawdopodobniej zostanie, na co najmniej dwa lata, usztywniony w ramach systemu kursowego ERM II (ang. Exchange Rate Mechanism II). Oznacza to, że w tym czasie Narodowy Bank Polski będzie utrzymywał rynkowy kurs złotego wobec euro w przedziale dopuszczalnych wahań w stosunku do ustalonego kursu centralnego.

4. Struktura organizacyjna NBP i jej funkcjonowanie

Ogólna struktura organizacyjna NBP na ogół nie odbiega od standardów europejskich. Zastrzeżenia budzi jedynie nadmierne zatrudnienie, a nawet jego przerosty zarówno w centrali, jak i w oddziałach terenowych i wysokie średnie wynagrodzenie pracowników odbiegające od innych średnich płac na przykład w gospodarce, co jest szczególnie rażące w sytuacji kryzysowej kraju. Wynagrodzenie kierownictwa NBP, a w szczególności prezesa, jest od wielu lat przedmiotem powszechnej krytyki. Trudno też pogodzić się z sytuacją niemożności prawnej jego odwołania w trakcie kadencji oraz procedurą powołania na jego miejsce nowego prezesa. Ujawniło się to szczególnie mocno po tragicznej katastrofie samolotowej pod Smoleńskiem, gdzie m.in. zginął urzędujący prezes NBP. Warunki odwołania prezesa są ujęte w Ustawie o NBP⁹,

⁹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, art. 9.

lecz nie ma tam całościowego przepisu regulującego te kwestie. Wydaje się że w zakresie niezależności personalnej konieczna jest także zmiana przepisów dotyczących przysięgi, do złożenia której zobowiązany jest prezes NBP. Obecnie zobowiązuje się on do dążenia do rozwoju gospodarczego ojczyzny oraz do zapewnienia pomyślności obywateli. Po wstąpieniu do Unii Europejskiej tekst przysięgi powinien obejmować także deklaracje dotyczące dbania o interesy Wspólnoty. Nie ma bowiem możliwości zadbania o nasze interesy bez uwzględnienia interesów UE.

Plaszczyzna dostosowań w zakresie niezależności finansowej obejmuje także w szczególności zmiany dotyczące Najwyższej Izby Kontroli, która miałaby szersze uprawnienia, w szczególności dotyczące kontroli NBP. Uregulowanie prawne powinno być zatem następujące: „Po wprowadzeniu euro w Polsce kontrole przeprowadzane przez NIK będą się odbywać bez uszczerbku dla zadań realizowanych przez NBP”¹⁰.

W celu osiągnięcia całkowitej integracji przepisów polskich i unijnych konieczne jest, jeszcze przed przystąpieniem Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej, ujęcie w aktach prawnych uprawnień, które będą przysługiwać EBC, dotyczących:

- polityki pieniężnej, a w szczególności jej kształtowania i realizacji, a także stosowanych instrumentów tej polityki,
- emisji banknotów,
- kształtowania polityki dewizowej.

Uprawnienia te w obecnym kształcie polskich przepisów nadane są jedynie NBP. Pełna harmonizacja przepisów musi nastąpić najpóźniej z dniem przystąpienia Polski do strefy euro.

5. Funkcjonowanie NBP w strukturze ESBC

Europejski System Banków Centralnych powołany został na mocy Traktatu Ustanawiającego Wspólnotę Europejską, a w szczególności zawartego w nim Statutu ESBC i Europejskiego Banku Centralnego. W dokumencie tym w szczegółowy sposób zostały określone warunki osiągania kolejnych etapów integracyjnych w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej oraz zasady powoływania nowych organów, których głównym zadaniem jest prowadzenie wspólnej polityki pieniężnej w strefie Eurolandu. ESBC składa się z EBC,

¹⁰ M. Sobol: *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*. CeDeWu.PL, Warszawa 2008.

który jest jednostką centralną, oraz z narodowych banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej. EBC rozpoczął działalność 1 stycznia 1999 roku. Wtedy też jedenaście krajów UE przyjęło wspólną walutę, a tym samym przekazano kompetencję prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej EBC, który jest instytucją niezależną od państw członkowskich, jednakże posiada osobowość prawną w każdym z tych państw.

Zadania banków centralnych nie są związane bezpośrednio z prowadzoną na obszarze Eurolandu wspólną polityką pieniężną, tj. te, które nie zostały określone w Statucie ESBC i EBC, mogą być realizowane odrębnie przez banki krajowe. Ich realizacja jest możliwa jedynie wtedy, gdy Rada Prezesów nie orzeknie, że są one sprzeczne z celami ESBC¹¹; „Głównymi celami ESBC jest utrzymanie stabilności cen, wspieranie polityki ekonomicznej UE, działanie zgodne z zasadami otwartego rynku, efektywną alokacją zasobów i wolną konkurencją”¹². ESBC nie posiada jednak osobowości prawnej. Tak więc całość powierzonych mu zadań wykonuje za pośrednictwem Europejskiego Banku Centralnego i jego odpowiednich organów, a także za pośrednictwem krajowych banków centralnych, które stają się instytucjami wykonawczymi w stosunku do decyzji podejmowanych przez organy EBC. Podstawowym aktem prawnym wpływającym na ukształtowanie i funkcjonowanie ESBC jest Protokół w sprawie Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych, który stanowi załącznik do Traktatu Wspólnoty Europejskiej.

Podstawowym zadaniem Rady Prezesów jest ustalanie założeń wspólnej polityki pieniężnej realizowanej w strefie euro, a także podejmowanie decyzji, które warunkują realizację zadań nałożonych na Eurosystem. Do głównych zadań Zarządu należy realizacja polityki pieniężnej, która powinna być oparta na decyzjach i wytycznych Rady Prezesów. Zarząd ponadto powinien dostarczać niezbędnych instrukcji bankom narodowym, a także przygotowywać posiedzenia Rady Prezesów oraz prowadzić bieżącą działalność Europejskiego Banku Centralnego¹³.

Istotną płaszczyzną dostosowań statutów narodowych banków centralnych do wymagań Traktatu z Maastricht było zharmonizowanie celów, zadań oraz instrumentów polityki pieniężnej z założeniami ESBC w tej dziedzinie¹⁴. Jednakże wszelkie założenia polityki pieniężnej formułowane przez ESBC odnoszą się w całości jedynie do krajów, które przyjęły wspólną walutę. Pozostałe

¹¹ W przypadku tym Rada Zarządzająca działa większością 2/3 głosów.

¹² *Bankowość. Podręcznik dla studentów*. Red. J. Ghuchowski, J. Szambelańczyk. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1999, s. 448.

¹³ B. Mucha-Leszko: *Strefa euro, wprowadzenie, funkcjonowanie, międzynarodowa rola euro*. Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007, s. 123.

¹⁴ R. Wierzbą: *Europejski Bank Centralny*. Twigger, s. 33.

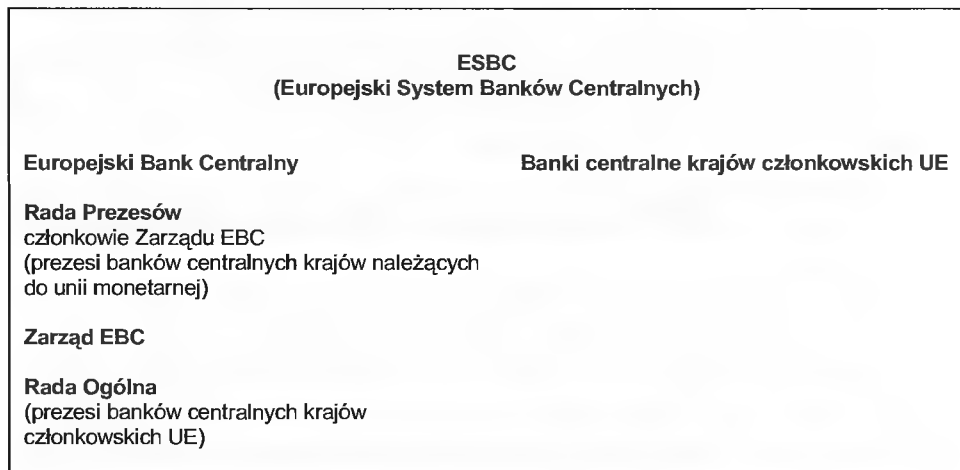
kraje, które nie przystąpiły do Unii Gospodarczej i Walutowej, posługują się dalej narodową walutą oraz prowadzą własną politykę pieniężną niezależną od EBC, lecz zgodną z przepisami prawa unijnego. Poza zakresem kompetencji EBC pozostały wyłącznie zadania wynikające z nadzoru bankowego, zarządzania częścią rezerw walutowych oraz utrzymywania rachunków państwa¹⁵.

Proces integracji NBP w ramach ESBC przebiega w trzech fazach: przed członkostwem w UE, członkostwa w UE bez przyjęcia wspólnej waluty oraz po przystąpieniu do Unii Gospodarczej i Walutowej.

W procesie negocjacyjnym NBP uczestniczył w sposób czynny. Jedną z płaszczyzn tej działalności było uczestniczenie w przeglądzie prawa, rozłożonym na 31 obszarów, z których następujące dotyczą bezpośrednio lub pośrednio NBP. Są to:

- Unia Gospodarcza i Walutowa,
- swoboda świadczenia usług,
- swobodny przepływ kapitału,
- ochrona konsumentów i zdrowia,
- finanse i budżet,
- statystyka,
- swoboda przepływu osób.

Poniżej przedstawiona jest aktualnie obowiązująca struktura organizacyjna Europejskiego Systemu Banków Centralnych.



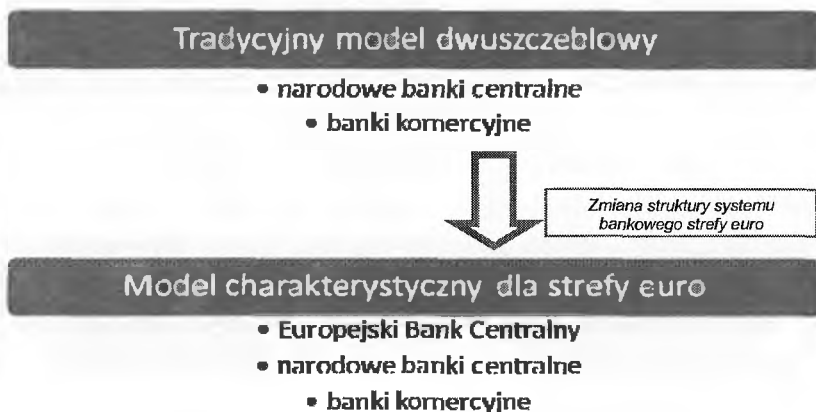
Rys. 1. Struktura organizacyjna Europejskiego Systemu Banków Centralnych

¹⁵ M. Breza: *Narodowy Bank Polski wobec integracji monetarnej w Europie. Bankowość wobec procesów globalizacji*. Uniwersytet Gdański, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk – Jurata 2003, s. 39.

Po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej NBP został włączony w prace ESBC. Nie został jednak objęty polityką pieniężną realizowaną przez EBC dla wszystkich krajów Eurosystemu. Związane to jest z prowadzeniem autonomicznej polityki pieniężnej przez RPP.

Rok 1999 był przełomem w kształtowaniu polityki pieniężnej krajów należących do Unii Europejskiej. Od tego momentu kraje, które przystąpiły do strefy euro, nie prowadzą samodzielnej polityki pieniężnej, lecz wspólnie decydują o kształcie polityki pieniężnej jednolitej dla całego Eurolandu. We wspólnej polityce pieniężnej nie uczestniczą jedynie przedstawiciele banków centralnych Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii, a także części nowych krajów członkowskich, w tym także Polski, gdyż kraje te nie wprowadziły wspólnej waluty. Uczestniczą one jednak w posiedzeniach gremiów ESBC, głównie jednak w celach doradczych i konsultacyjnych, gdyż nie mają faktycznego wpływu na kształtowanie wspólnej polityki pieniężnej strefy euro.

Ujednolicenie polityki pieniężnej w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej wpływa na zmianę tradycyjnego, dwuszczeblowego modelu systemu bankowego, w którym wyróżnić można bank centralny i banki komercyjne. Europejski Bank Centralny staje się nowym ogniwem w trójszczeblowym systemie charakteryzującym ESBC, w którym dalej funkcjonują banki centralne i banki komercyjne.



Rys. 2. Tradycyjny model bankowości a model bankowości strefy euro

Źródło: Opracowano na podstawie pracy *Finanse, bankowość i rynki finansowe*. Red. E. Pietrzak, M. Markiewicz. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 154.

W kreowaniu wspólnej polityki pieniężnej główną rolę odgrywa Europejski Bank Centralny, który posiada wyłączne kompetencje do kształtowania

jednolitej polityki pieniężnej oraz określenia zadań, które pozwolą na realizację założonej polityki. Patrząc od strony formalno-prawnej „Nadrzędnym obowiązkiem Europejskiego Banku Centralnego jest utrzymywanie stabilnego poziomu cen na obszarze wspólnej waluty”¹⁶. Kwestia stabilności cen w ujęciu ilościowym została przedstawiona przez Radę Prezesów EBC w 1998 roku. Stabilność cen została zinterpretowana jako roczny wzrost Zharmonizowanego Indeksu Cen Konsumpcyjnych (HICP)¹⁷ dla strefy euro na poziomie nie wyższym niż 2%.

Strategia polityki pieniężnej pozwala na spójny sposób podejmowania decyzji, a następnie doprowadzenia do ich realizacji, tak by osiągnąć podstawowe cele polityki pieniężnej. Strategia ta zwiększa skuteczność polityki pieniężnej i świadczy o dużym zaangażowaniu banku centralnego w utrzymanie stabilności cen, i tym samym zwiększa wiarygodność Europejskiego Banku Centralnego na rynkach finansowych. Strategie prowadzenia polityki pieniężnej są stabilne, gdyż zmiany dokonywane są stopniowo i niezbyt często.

Polityka pieniężna ukierunkowana na utrzymanie stabilności cen kształtuje krótkoterminowe stopy procentowe, wpływając tym samym na gospodarkę. Dążąc do jak najlepszego rozwiązania kwestii polityki pieniężnej, EBC bada charakter i skalę zagrożeń wpływających na stabilność cen w strefie euro. Służy do tego specyficzna metodyka, obejmująca szczegółową analizę sytuacji pieniężnej i gospodarczej. Z tego też powodu przyjęto podejście dwufilarowe, które ma zapewnić, że nie zostaną pominięte żadne ważne informacje.

Obecnie pierwszym filarem jest czynnik monetarny, który uwzględnia rolę podaży pieniądza, a zwłaszcza wpływ, jaki na kształtowanie się ogólnego poziomu cen wywiera zmiana wielkości agregatu monetarnego M3¹⁸. Celem tym w swojej polityce kierował się niemal zawsze Bundesbank. W celu systematycznego monitorowania i oceny bieżącej (kwartalnej) sytuacji monetarnej w strefie EMU, Rada Zarządzająca ustaliła tzw. wartość odniesienia rocznego wzrostu M3, wynoszącą 4,5%. Stanowi ona bazę do wartościowania rzeczywistych wielkości agregatu M3 w poszczególnych kwartałach. Rezultaty tej oceny są przedmiotem analizy i stanowią przesłankę decyzji podejmowanych przez ESBC.

Drugi filar kształtowania polityki pieniężnej obejmuje zjawiska o charakterze niemonetarnym, które nie mogą być przedmiotem skutecznego od-

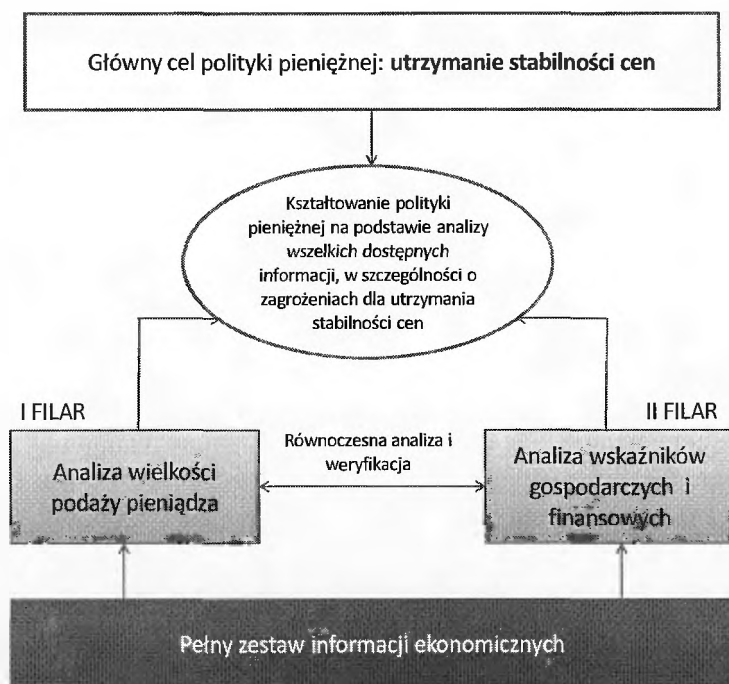
¹⁶ *Polska w Unii Europejskiej. Tom II.* Red. E. Kawecka-Wyrzykowska, E. Synowiec. Instytut Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego, Warszawa 2004, s. 236.

¹⁷ Inflacja liczona za pomocą HICP wskazuje, jak zmieniły się koszty konsumpcji bieżącej w porównaniu do kosztów konsumpcji sprzed roku, przy założeniu, że zawartość koszyka towarów może się zmieniać.

¹⁸ Agregat M3 jest uważany za najlepszą miarę pieniądza krajowego w szerokim ujęciu.

działania banku centralnego, a które mogą w określonych warunkach wywierać silne oddziaływanie na kształtowanie się ogólnego poziomu cen. Chodzi przede wszystkim o takie zmienne ekonomiczne jak: wzrost produkcji, zmiany struktur gospodarczych, tendencje na rynku pracy, a przede wszystkim kształtowanie się stopy bezrobocia, stan bilansu płatniczego i saldo handlu zagranicznego, kształtowanie się wielkości płac i kosztów pracy, stawki podatkowe, ceny obligacji i akcji oraz tendencje dochodowości papierów wartościowych. Ten cel jest wykorzystywany w kształtowaniu polityki pieniężnej w Wielkiej Brytanii. Jest to rozwiązanie o tyle interesujące, że stosowane jest przez Rząd, jak i Bank Anglii oraz inne banki brytyjskie – istnieje koordynacja działań w tej dziedzinie, a więc jest odmienna sytuacja aniżeli w Polsce, gdzie NBP ma wyjątkowo autonomiczną pozycję ustawową i politykę pieniężną.

Model ten uległ w następnych latach dużym modyfikacjom. W ślad za tym uległy zmianie funkcje obu wymienionych filarów, o czym wspomniano powyżej.



Rys. 3. Dwufilarowa strategia polityki pieniężnej EBC (etap przejściowy)

Źródło: Opracowano na podstawie W. Baka: *Bankowość centralna. Funkcje – metody – organizacja*. Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 2001.

6. Polityka informacyjna ESBC i NBP

W ramach funkcjonowania ESBC ważną rolę pełni polityka informacyjna. Analizy przedstawiane przez ESBC są ważnym instrumentem wykorzystywanym przez krajowe banki centralne, służącym w niektórych sytuacjach stabilizacji systemu finansowego. Stanowią one wiarygodne źródło informacji o sektorze finansowym oraz czynnikach ryzyka, które mogą wpłynąć negatywnie na stabilność tego systemu. Corocznie poczynawszy od 2003 roku ESBC publikuje raport na temat stabilności systemu bankowego Unii Europejskiej¹⁹. Udział krajowych banków centralnych w ESBC nie ogranicza ich roli w zakresie prac analitycznych nad stabilnością systemu finansowego. Wiele banków centralnych publikuje własne raporty, w tym także NBP, jednakże głównym i najbardziej wiarygodnym źródłem pozostają raporty ESBC, oprócz corocznie publikowanych przemówień przedstawicieli ESBC.

Zapobieganie kryzysom w sektorze bankowym UE jest wspomagane przez instytucje nadzoru bankowego. Nadzór bankowy w Eurosystemie oparty jest na dwóch zasadach:

- harmonizacji prawa dotyczącego nadzoru bankowego pomiędzy poszczególnymi krajami członkowskimi,
- umiejscowieniu kompetencji w zakresie nadzoru bankowego na szczeblu narodowym, co jest przejawem decentralizacji.

Należy w tym miejscu podkreślić, że polityka pieniężna banków centralnych ma obecnie, w warunkach kryzysu finansowego na świecie, pierwszoplanowe znaczenie. Temat ten jest stosunkowo mało prezentowany w publikacjach ekonomiczno-finansowych w Polsce, jak też i w innych krajach. Podstawowe znaczenie ma obecnie wprowadzenie takich regulacji prawnych, które zwiększą zadania informacyjne banku centralnego w Polsce, tj. adekwatnie do potrzeb gospodarki i pozwolą na lepszą koordynację polityki finansowej z Rządem RP. Oczywiście nie chodzi tutaj o rozwiązania, które miały miejsce przed transformacją systemu bankowego w Polsce, a jedynie o konstruktywną koordynację. Analizując aktualną ustawę o NBP w odniesieniu do kryzysu finansowego w Polsce, należy zwrócić uwagę na uwarunkowania polityczne, społeczne i ekonomiczne, w jakich powstawała obecnie obowiązująca ustawa o NBP, ustawa Prawo bankowe i Konstytucja RP. Te akty prawne tworzone były przez partie polityczne w ramach porozumień zawartych przy tzw. Okrągłym Stole i w okresie dynamicznych procesów transformacyjnych w polskim systemie politycznym i ekonomicznym. Próbowano pogodzić interesy poli-

¹⁹ Raport ten jest dokumentem Komitetu Nadzoru Bankowego.

tyczne ówczesnie działających partii w Sejmie RP z wymogami UE w okresie przedakcesyjnym. Autorzy projektów tych ustaw kierowali się niestety w znacznym stopniu interesami politycznymi, co znalazło wyraz m.in. w liczbie reprezentantów poszczególnych organów Państwa w RPP (w tym poszczególnych partii politycznych). W niektórych przypadkach personalnych wydaje się być pominięty art. 13 ust. 2, który mówi, że RPP liczy „9 członków powoływanych w równej liczbie przez Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Sejm i Senat „spośród specjalistów” i należy domyślać się, że chodzi tutaj o dziedzinę finansów i bankowości. W skład RPP wchodziły jednak osoby niespełniające tego kryterium, czyli stosowany był głównie tzw. klucz polityczny. Zgodnie z art. 12 ust. 3 ustawy o NBP zapisano, że „Rada dokonuje ocen działalności Zarządu NBP w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej”. Skoro przewodniczącym Rady jest prezes NBP kierujący tym Zarządem, to jest to raczej samoocena aniżeli ocena. Prezes NBP jako jej przewodniczący i przełożony służbowy członków RPP może skutecznie „sterować” jej działaniem. Należy przy tym dodać, że uchwały Rady mają charakter wewnętrznych aktów normatywnych i nie jest ona organem normodawczym, upoważnionym na mocy Konstytucji RP do wydawania przepisów ogólnie obowiązujących. Pomimo że RPP ma dużo kompetencji stanowiących w imieniu NBP, to jednak jej członkowie nie ponoszą odpowiedzialności konstytucyjnej za ich wykonanie, a takie rozwiązanie byłoby bezspornie uzasadnione. Takiej odpowiedzialności podlega, zgodnie z ustawą o Trybunale Stanu, prezes NBP. Z tego wynika konieczność przewodniczenia tej Radzie przez prezesa NBP. Trudno jednak sobie wyobrazić sytuację, ażeby RPP podjęła decyzję wbrew jej przewodniczącemu, za które on powinien odpowiadać przed Trybunałem Stanu. Zasadnym byłoby nałożenie na członków RPP odpowiedzialności konstytucyjnej podobnej do tej, jaką ponoszą ministrowie. Gospodarka finansowa NBP opiera się na planie finansowym zatwierdzanym przez RPP. Skoro członkowie tej Rady podlegają służbowo prezesowi NBP, to występuje w tym miejscu niekonsekwencja w postaci usytuowania Rady jako organu NBP. Brak jest w przepisach ustawy o NBP określenia podmiotu (organu), który opracowuje taki plan finansowy i go realizuje. Domniemywać można, że jest to zadanie Zarządu NBP. Tej sytuacji prawnej nie zmienia się od ponad 10 lat.

Sprawozdanie finansowe NBP jest badane i oceniane przez Komisję powoływaną na wniosek ministra finansów przez Radę Ministrów. Następnie prezes NBP przedkłada roczne sprawozdanie finansowe Radzie Ministrów do zatwierdzenia. W myśl ustawy o NBP nie przewiduje się konsekwencji prawnych z powodu niezatwierdzenia sprawozdania przez Radę Ministrów. Można

jedynie domniemywać, że konsekwencje te mogą się zrodzić z powodu przyczyn niezatwierdzenia bilansu, np. formalnych lub merytorycznych.

Okres kilkunastu lat obowiązywania obecnej ustawy o NBP jest dostatecznie długim, aby móc poddać ją weryfikacji. Funkcjonowanie tej ustawy w obecnym kształcie nie wpłynęło na odpowiednio wysokie tempo wzrostu produktu krajowego brutto i zahamowanie zwiększającego się rekordowo bezrobocia. Ograniczanie się zatem NBP wyłącznie do ustawowej realizacji polityki pieniężnej w obecnym kształcie nie ogranicza jego inicjatyw w działaniach na rzecz wzrostu produktu krajowego brutto i zmniejszania wysokiego bezrobocia. Jest to przykład realizacji polityki pieniężnej głównie kosztem społeczeństwa i tak mocno zubożonego na początku lat dziewięćdziesiątych w wyniku wdrożenia w ówczesnym kształcie reformy gospodarczej, a obecnie wskutek kryzysu. Co prawda w „Rzeczpospolitej” ukazał się w dniu 17 maja 2010 roku artykuł o rekordowym bogactwie Polaków, w ślad za publikacją NBP, w wysokości 1060 mld zł, w tym 420 mld o ograniczonym dostępie (OFE, akcje i udziały nienotowane), to jednak w stosunku do Niemiec jest to niezbyt wiele. Według danych za 2008 rok PKB *per capita* na jednego Polaka w stosunku do Niemca jest ponad trzy razy mniejszy (17 tys. USD i odpowiednio ponad 42 tys. USD). Należy w tym miejscu zauważyć rosnące u nas zadłużenie społeczeństwa z tytułu kredytów. Oczywiście niezaprzeczalny jest pogląd, że w warunkach gospodarki rynkowej kredyt jest podstawowym instrumentem polityki ekonomicznej Państwa. Brak jednak koordynacji tej polityki między Rządem i NBP nie pozwala na jego pełne wykorzystanie w celu zwiększenia tempa wzrostu produktu krajowego brutto. Główną tego przyczynę należy upatrywać w bardzo dużej prawnej niezależności NBP w Polsce. W krajach wysoko rozwiniętych banki centralne ściśle współdziałają z rządami w kształtowaniu polityki społeczno-gospodarczej państwa. Słuszne zatem jest podejmowanie dyskusji na ten temat i proponowanie zmiany ustawy. Zmiany te powinny bezspornie zmierzać do większej koordynacji działalności NBP z polityką ekonomiczną Rządu. Brak jest podstaw do dalszego utrzymywania tak dużej niezależności NBP w obecnej trudnej sytuacji społeczno-gospodarczej powstałej wskutek światowego kryzysu finansowego. Do tego należy jeszcze dodać personalne konflikty między prezesem NBP i prezesem Rady Ministrów (np. w latach 2008-2009). Stosowana przez rząd i NBP polityka informacyjna sugeruje koniec kryzysu, a zdaniem wielu ekonomistów na świecie jest to jedynie zakończenie jego pierwszej fazy i spodziewać się należy następnej jego fali. Zresztą trudna pozycja finansowa UE w ostatnich miesiącach wywołuje poważne refleksje dla Polski.

7. Uwarunkowania modyfikacji polskiej polityki w sferze bankowości

Wnioskowana wielokrotnie przez ekonomistów w Polsce zmiana ustawy o NBP i ustawy Prawo bankowe zakłada nowe ujęcie celów działalności NBP. Zgodnie z art. 227 Konstytucji RP, zapisano jako cel działalności NBP „...odpowiada za wartość pieniądza”. Wartość pieniądza według wielu ekonomistów jest wynikiem kondycji ekonomicznej Państwa. Zarówno z punktu widzenia prawnego, jak i ekonomicznego nie ma sprzeczności w obecnie proponowanych rozwiązaniach prawnych tzw. paktowych a wymogami UE. Polska gospodarka funkcjonuje obecnie w warunkach bardzo wysokiego i rosnącego zadłużenia zagranicznego, trudności budżetowych, bardzo wysokiego bezrobocia i niskiego tempa wzrostu produktu krajowego brutto. Tempo wzrostu PKB powyżej 6 proc. rocznie wpływa na zmniejszenie bezrobocia. Stąd obecny zapis w obowiązującej ustawie o NBP nie jest zgodny z zapisem w Konstytucji RP i powinien być uściślony zapisem w postaci wspierania wzrostu gospodarczego (PKB).

Na przykład prezes FED USA odpowiada za prowadzenie takiej polityki pieniężnej, która ma wpływać na wzrost PKB, zatrudnienie i ograniczać inflację. System Rezerwy Federalnej – bank centralny Stanów Zjednoczonych, założony w 1914 roku, charakteryzuje się eklektycznym podejściem do realizowanej polityki pieniężnej, która ma wpływać na dostępność i koszt pozyskania pieniądza w gospodarce. W strategii tej nie formułuje on żadnej oficjalnej prognozy odnoszącej się do kształtowania poziomu inflacji, ani też nie ustala celów pośrednich. Nieujmowanie w wartościach liczbowych celów polityki pieniężnej z jednej strony ogranicza przejrzystość przyjętej polityki pieniężnej, z drugiej strony jednak bank centralny nie naraża się na krytykę w momencie, gdy cel nie zostaje zrealizowany. Nieformułowanie dokładnych celów sprzyja także większej swobodzie kształtowania polityki pieniężnej. Głównym celem w zakresie stabilności cen jest „utrzymanie oczekiwań społecznych, że inflacja będzie niska i stabilna”²⁰. Realizacji celów powinna sprzyjać całkowita niezależność banku centralnego, przede wszystkim w wymiarze ekonomicznym. Ostatnie lata wykazały, że tak jednak nie jest. Zgodnie ze statutem tego Banku „System Rezerwy Federalnej jest jedyną instytucją rządową w kraju, która nie

²⁰ Oświadczenie prezesa FED Bena Bernanke złożone w Kongresie Stanów Zjednoczonych w dniach 15-16 lutego 2006 r.

otrzymuje subsydiów państwowych, co wskazuje na jej całkowite samofinansowanie”²¹.

W przypadku USA zakres funkcji i celów stawianych bankowi centralnemu jest znacznie szerszy w porównaniu z modelem europejskim. System Rezerwy Federalnej jest zobowiązany do prowadzenia polityki, która ma na celu utrzymanie długofalowego wzrostu gospodarczego. Tak więc oprócz utrzymania stabilności cen FED powinien podejmować działania mające na celu utrzymywanie maksymalnego poziomu zatrudnienia oraz odpowiedniego poziomu długoterminowych stóp procentowych. Przez maksymalne zatrudnienie rozumie się taki poziom zatrudnienia, który nie przyczynia się do wzrostu inflacji. Zgodnie z założeniami strategii eklektycznej FED nie podejmuje działań, gdy inflacja przekracza docelowy poziom. Poziom inflacji powinien obniżyć się wskutek procesów dostosowawczych²². Bank centralny powinien interweniować tylko wówczas, gdy stopa inflacji osiąga poziom zbyt wysoki, zagrażający stabilności systemu finansowego. „Warunek stabilności cen jest traktowany jako niezbędny do osiągnięcia wysokiego wzrostu gospodarczego, który zapewnia również wzrost zatrudnienia”²³.

Porównując politykę prowadzoną przez banki centralne Polski, Stanów Zjednoczonych i Unii Gospodarczo-Walutowej można stwierdzić, że zasadniczy ich cel jest wspólny. Jedynie polityka banku centralnego USA ma dodatkowo wpływać pozytywnie na pobudzanie koniunktury gospodarczej. W przypadku NBP i EBC nie ma dylematu w sprawie hierarchii celów, które mają być zrealizowane w ramach prowadzonej polityki pieniężnej. W przypadku Systemu Rezerwy Federalnej nie ma jasno określonej hierarchii celów i każdorazowo to bank centralny musi podejmować decyzje co do celu, który w bieżącym momencie jest ważniejszy do zrealizowania. Często bowiem, a w szczególności w krótkim okresie, nie ma możliwości pogodzenia różnych celów polityki pieniężnej. Z kolei NBP nie ma takiego obowiązku, ażeby brać pod uwagę hierarchię celów takich jak wzrost PKB, zatrudnienie w gospodarce i cel inflacyjny bądź podejmować się realizacji celów doraźnych w swojej polityce finansowej.

Traktat UE (*vide art. 105*) wskazuje jako pierwszoplanowy cel stabilizację cen, ale jednocześnie wskazuje na potrzebę wspierania polityki ekonomicznej UE w ramach celu podstawowego. W Wielkiej Brytanii polityka pie-

²¹ L. Oręziak: *System Rezerwy Federalnej jako bank centralny Stanów Zjednoczonych*. „Bank i Kredyt” 2006, nr 9.

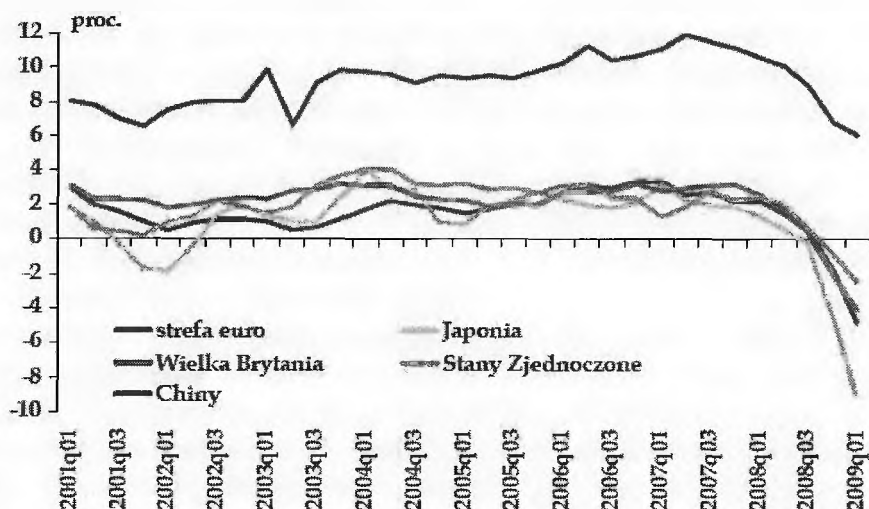
²² W. Baka: *Bankowość centralna. Funkcje – metody – organizacja*. Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 2001.

²³ L. Oręziak: *Op. cit.*

nieżna prowadzona jest przez Rząd i odpowiada za nią kanclerz w porozumieniu z bankiem centralnym. Szwajcaria legitymująca się ok. jednoprocentowym bezrobociem w swojej Konstytucji ma zapis, że celem banku centralnego jest regulowanie krajowego obrotu pieniężnego, zapewnienie prawidłowej realizacji obiegu płatniczego w kraju i za granicą oraz prowadzenie polityki pieniężno-kredytowej służącej ogólnym interesom kraju. Jest to potwierdzenie tego, co zostało przytoczone na wstępie, że w warunkach gospodarki rynkowej kredyt jest podstawowym instrumentem polityki ekonomicznej Państwa i bank centralny musi ją wspomagać. Rozszerzenie zadań NBP w sferze gospodarczej, jak i społecznej (zmniejszanie bezrobocia) bez naruszania jego obecnych kompetencji jest zatem w pełni uzasadnione. Brak jest podstaw do trzymania się tezy, że uzupełnienie ustawy o NBP w zakresie jego celów o wspieranie rozwoju ekonomicznego Polski stoi w sprzeczności z Konstytucją RP, Traktatem UE i jest sprzeczne z polityką innych państw, a zwłaszcza wysoko rozwiniętych, w kształtowaniu celów i zadań banków centralnych w gospodarce. Włączenie do ustawy o NBP celu wzrostu gospodarczego jest więc uzasadnione i wręcz konieczne. Powinno to wpłynąć korzystnie na rozwój gospodarczy kraju. Zawarty w Konstytucji RP zapis, że Narodowy Bank Polski ma prawo emisji banknotów i monet, nie ogranicza w praktyce emitowania pieniądza przez banki komercyjne w innej formie, np. w postaci pieniądza wirtualnego, kredytowego czy dyskonta weksli. Zgodnie z art. 105a TWE ustalono, że EBC i banki centralne państw członkowskich mają wyłączne prawo emisji banknotów i monet. Funkcja emisyjna NBP polega nie tylko na emitowaniu znaków pieniężnych, ale również na organizowaniu obrotu gotówkowego, w tym zapobieganiu praniu tzw. brudnych pieniędzy. Skoro ten obowiązek emisji banknotów i bilonu został nałożony na NBP, to musi on podlegać ocenie Rządu i Sejmu. Krytyka oponentów wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej na potrzeby gospodarki krajowej opiera się na tezie, że zwiększy ona dopływ pieniądza na rynek, a tym samym będzie rosła inflacja. Wysoka wartość złotego w stosunku do innych walut powinna być zatem czynnikiem „neutralizującym” skutki polityki pieniężnej na rynku wewnętrznym. Zadłużenie zagraniczne Polski nakazuje wręcz w takich sytuacjach skierowanie tych rezerw na częściową spłatę tego zadłużenia. Leży to w interesie naszego kraju, ponieważ obniża koszty budżetowe jego obsługi. Zadłużenie to na koniec 1999 roku wynosiło 65,1 mld euro i wzrosło na koniec trzeciego kwartału 2005 roku do poziomu 105,6 mld euro, czyli do 162 proc., tj. zwiększyło się o 40,5 mld euro, a następnie wzrosło na koniec 2009 roku do poziomu blisko 280 mld USD (odpowiednio ok. 226 mld euro – przypis Autora – wg kursu NBP z dnia 24.05.2010 roku). Jest to kolosalne zadłużenie. Po naszym udziale w siłach koalicyjnych w Iraku i Afgani-

stanie należało oczekiwać pomocy USA w zmniejszeniu tego zadłużenia, ale niestety powstała sytuacja odwrotna. Obsługa tego zadłużenia jest poważnym obciążeniem dla budżetu naszego Państwa.

Analizując pokrótce historię obecnego kryzysu finansowego, należy wskazać, że jego symptomy pojawiły się już na początku 2007 roku, tj. w amerykańskim, a następnie w brytyjskim systemie finansowo-bankowym.



Rys. 4. Tempo wzrostu PKB w największych gospodarkach

Źródło: Eurostat, MFW.

Widać to wyraźnie na powyższym wykresie w postaci drastycznego spadku PKB największych gospodarek światowych. Na tle tych wydarzeń kryzysowych na świecie i w Polsce, NBP nie podjął się prowadzenia bardziej elastycznej polityki pieniężnej, ograniczając się jedynie do realizowania obowiązującej go ustawy o NBP w zakresie inflacji i bez prób zmodernizowania instrumentów finansowych, którymi dysponuje w prowadzeniu tradycyjnej polityki pieniężnej, tj. głównie realizowania celu inflacyjnego z pominięciem takich celów, jak wpływanie na wzrost PKB i zmniejszanie bezrobocia. Program antykryzysowy NBP ma charakter bardzo ogólny i nie widać w nim spójnej polityki antykryzysowej. Nie widać też ze strony Rządu RP ani głównej partii politycznej działań legislacyjnych, które znowelizowałyby ustawę o NBP i ustawę Prawo bankowe w celu poprawy kondycji ekonomicznej Państwa.

Literatura

- Baka W.: *Bankowość centralna. Funkcje – metody – organizacja*. Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 2001.
- Bankowość. Podręcznik dla studentów*. Red. J. Głuchowski, J. Szambelańczyk. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1999.
- Biuletyn miesięczny. 10 rocznica EBC. Europejski Bank Centralny, 2008.
- Breza M.: *Narodowy Bank Polski wobec integracji monetarnej w Europie. Bankowość wobec procesów globalizacji*. Uniwersytet Gdański, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk – Jurata 2003.
- Dębski W.: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Wyd. trzecie zmienione. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Dmowski A., Sarnowski J., Prokopowicz D.: *Podstawy finansów i bankowości*. Wydawnictwo Difin, Warszawa 2005.
- Dobosiewicz Z.: *Bankowość*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
- Elementy finansów i bankowości*. Red. S. Flejterski, B. Świecka. Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2006.
- Ewolucja systemów bankowych w Europie Środkowej i Wschodniej*. Red. H. Żukowska. Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2003.
- Finanse*. Red. J. Ostaszewski. Wydawnictwo Difin, Warszawa 2005.
- Funkcjonowanie rynku finansowego. Z prac młodych ekonomistów*. Red. W. Przybylska-Kapuścińska. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003.
- Gawlikowska-Hueckel K., Zielińska-Głębocka A.: *Integracja europejska. Od jednolitego rynku do unii walutowej*. Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa 2004.
- Gronkiewicz-Waltz H.: *Bank centralny. Od gospodarki planowej do rynkowej. Zagadnienia administracyjno-prawne*. Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1992.
- Integracja europejska – nowe bariery czy trwały kryzys?* Red. K. Żukowska. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006.
- Integracja gospodarcza w Europie. Aspekty metodologiczne i porównawcze*. Red. W. Starzyńska, S. Bartczak. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

- Jachimiak K.: *Kierunki ewolucji systemu bankowego Stanów Zjednoczonych*. „Bank i Kredyt” 2004, nr 10.
- Jaworski W.L., Zawadzka Z.: *Bankowość*. Podręcznik akademicki. Poltext, Warszawa 2001.
- Jurek M.: *Dostosowanie polskiego systemu kursowego do zasad mechanizmu kursowego ERM II*. „Bank i Kredyt” 2007, nr 5.
- Karwowski J.: *Operacje zagraniczne banków centralnych*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1997.
- Lutkowski K.: *Problemy polityki kursowej w drodze Polski do członkostwa w Unii Europejskiej i Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*. Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
- Modrzyński P.: *Polskie prawo bankowe a standardy Unii Europejskiej*. Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2002.
- Mucha-Leszko B.: *Strefa euro, wprowadzenie, funkcjonowanie, międzynarodowa rola euro*. Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007.
- Narodowy Bank Polski 2001-2006*. Narodowy Bank Polski, Warszawa 2007.
- Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*. Tom III. *Bankowość*. Red. R. Szewczyk. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2004.
- Nowe regulacje bankowe*. Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
- Ofiarski Z.: *Prawo bankowe*. Kantor Wydawniczy Zakamycze, Zakamycze 2004.
- Oreżniak L.: *System Rezerwy Federalnej jako bank centralny Stanów Zjednoczonych*. „Bank i Kredyt” 2006, nr 9.
- Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2007-2009*. NBP, Warszawa, styczeń 2007.
- Plotzke K., Sikorski J.: *System bankowy w Polsce: materiały z konferencji: System bankowy w Polsce a wejście III Rzeczypospolitej do UE*. Wyższa Szkoła Działalności Gospodarczej, Warszawa 2005.

Akty prawne Rzeczypospolitej Polskiej

- Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym z dnia 21 lipca 2006 r., Dz.U. nr 157, poz. 1119.
- Ustawa o zmianie ustawy o rachunkowości oraz o zmianie ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie z dnia 27 sierpnia 2004 r., Dz.U. 2004, nr 213, poz. 2155.

- Ustawa o zmianie ustawy o ochronie niektórych praw konsumentów oraz odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny z dnia 16 kwietnia 2004 r., Dz.U. 2004, nr 116, poz. 1204.
- Ustawa o zmianie ustawy Prawo bankowe oraz zmianie innych ustaw z dnia 1 kwietnia 2004 r., Dz.U. 2004, nr 91, poz. 870.
- Ustawa o elektronicznych instrumentach płatniczych z dnia 12 września 2002 r., Dz.U. 2002, nr 169.
- Ustawa o świadczeniu usług drogą elektroniczną z dnia 18 lipca 2002 r., Dz.U. 2002, nr 144, poz. 1204.
- Ustawa o podpisie elektronicznym z dnia 18 września 2001 roku, Dz.U. 2001, nr 130, poz. 1450.
- Ustawa o kredycie konsumenckim z dnia 20 lipca 2001 r., Dz.U. 2001, nr 100, poz. 1081.
- Ustawa o przeciwdziałaniu wprowadzaniu do obrotu finansowego wartości majątkowych pochodzących z nielegalnych lub nieujawnionych źródeł oraz finansowaniu terroryzmu z dnia 16 listopada 2000 r., Dz.U. 2000, nr 116, poz. 1216.
- Ustawa o ochronie informacji niejawnych z dnia 22 stycznia 1999 r. (tekst jednolity z 2005 r.), Dz.U. nr 196, poz. 1631.
- Rekomendacja D z dnia 20 października 1997 r. dotycząca zarządzania ryzykami towarzyszącymi systemom informatycznym i telekomunikacyjnym używanym przez banki. Główny Inspektorat Nadzoru Bankowego NB/ZPN/790/97, http://www.nbp.pl/publikacje/dwn/rekom_d.pdf
- Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. 1997, nr 140, poz. 940.
- Ustawa o Narodowym Banku Polskim z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. 1997, nr 140, poz. 938 z późn. zmianami.
- Ustawa Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. 1997, nr 140, poz. 937.
- Ustawa o ochronie danych osobowych z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. 2002, nr 101, poz. 926.
- Ustawa Kodeks karny z dnia 6 czerwca 1997 r., Dz.U. 1997, nr 88, poz. 553.
- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz.U. 1997, nr 78, poz. 483.
- Rekomendacja D z dnia 20 października 1997 r. dotycząca zarządzania ryzykami towarzyszącymi systemom informatycznym i telekomunikacyjnym używanym przez banki. Narodowy Bank Polski, Warszawa 1997. Rekomendację zmieniono w 2002 r.

Ustawa z dnia 28 grudnia 1989 r. o szczególnych zasadach rozwiązywania z pracownikami stosunków pracy z przyczyn dotyczących zakładów pracy oraz o zmianie niektórych ustaw, Dz.U. 1990, nr 4, poz. 19.

Ustawa Kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r., Dz.U. nr 16, poz. 93, z późn. zmianami.

Polska Norma: Przetwarzanie danych i komputery – Podstawowe nazwy i określenia. PN-71/T-01016. Polski Komitet Normalizacji i Miar, Warszawa 1971.

Zarządzenie Prezesa NBP z dnia 11 grudnia 1992 r. w sprawie form i trybu przeprowadzania rozliczeń pieniężnych za pośrednictwem banków.

THE ACT ON THE NBP IN THE LIGHT OF THE FINANCIAL CRISIS IN POLAND

Summary

This article presents reflections on the modification of the law regulations concerning the activity of the central bank in Poland in the context of the financial crisis. Present actions of the NBP are taken mainly in order to stabilize the inflation rate, ignoring other objectives such as influencing on the GDP increase or decreasing the unemployment rate. In times of global financial crisis these actions may be insufficient. The demanded changes in the law regulations should result in the increasing tasks of the central bank in order to adjust its activity to the needs of the economy and to improve the financial condition of the state.

WSPARCIE KREDYTOBIORCÓW INDYWIDUALNYCH W WARUNKACH KRYZYSU

Wprowadzenie

Kryzysy finansowe oraz okresy spowolnienia gospodarczego są przyczyną nieraz drastycznego pogorszenia się sytuacji finansowej uczestników życia gospodarczego. Z trudnościami borykają się przy tym nie tylko instytucje finansowe, ale także podmioty sfery realnej, tj. przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. O ile jednak, jak pokazują dotychczasowe doświadczenia, instytucje finansowe oraz przedsiębiorstwa mogą liczyć na mniejsze lub większe wsparcie państwa w przezwyciężeniu skutków kryzysu (w tym pomoc finansową), o tyle gospodarstwa domowe doświadczają go w minimalnym zakresie.

Celem niniejszego opracowania jest próba identyfikacji pośrednich i bezpośrednich działań państwa, mających na celu wsparcie kredytobiorców indywidualnych w sytuacjach narastających trudności finansowych.

1. Kryzys a sytuacja gospodarstw domowych w Polsce

Kryzys gospodarczy, będący następstwem załamania na rynkach finansowych, na wiele miesięcy pogrążył gospodarki krajów rozwiniętych w głębokiej recesji. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej poradziły sobie lepiej z jego następstwami, a Polska jest uważana za kraj, który zniósł kryzys wyjątkowo łagodnie. Nie oznacza to jednak, że w polskiej gospodarce nie są odczuwane skutki spowolnienia gospodarczego. Doświadczają ich zarówno przedsiębiorstwa, zwłaszcza najmniejsze, z których wiele kryzysu nie przetrwało, jak i gospodarstwa domowe.

Określenie wpływu kryzysu na sytuację gospodarstw domowych nie jest łatwe – jego dość obiektywną miarą może być sytuacja dochodowa gospo-

darstw domowych, jednak trzeba też uwzględnić ich subiektywne odczucia wyrażające się w kształtowaniu się nastrojów społecznych, mierzonych np. wskaźnikiem optymizmu konsumentów. Sytuacja dochodowa gospodarstw domowych zależy od kondycji całej gospodarki, z tym że trudności gospodarcze odbijają się na sytuacji gospodarstw domowych w zróżnicowanych stopniu, a w dodatku z pewnym opóźnieniem.

Dostępne dziś dane na temat sytuacji dochodowej gospodarstw domowych można uznać za zaskakująco dobre. Opierając się na wynikach Diagnozy Społecznej 2009 można wręcz stwierdzić, że Polacy w ogóle nie odczuli negatywnych skutków kryzysu. W 2009 roku realne dochody netto gospodarstw domowych na osobę (w cenach z 2005 roku) wzrosły bowiem w porównaniu do 2007 roku o 14,6 proc. (a w porównaniu do 2000 roku o ponad 40 proc.), rośnie również ich zasobność materialna (zwłaszcza w zakresie nowoczesnych technologii), coraz większy odsetek gospodarstw domowych posiada oszczędności, wyraźnie wzrosło też zadowolenie ze wszystkich niemal aspektów życia, w tym najbardziej z perspektyw na przyszłość oraz z sytuacji finansowej rodziny¹. Podobne wyniki dały badania GUS przeprowadzone w 2008 roku². Bliższa analiza wyników Diagnozy Społecznej 2009 pokazuje jednak, że sytuacja gospodarstw domowych jest dość zróżnicowana. Wprawdzie w latach 2007-2009 sytuacja dochodowa prawie połowy gospodarstw domowych nie zmieniła się, ale ponad 35 proc. gospodarstw domowych oceniło, że w ostatnich dwóch latach uległa ona pogorszeniu³.

Pogorszenie się sytuacji finansowej części gospodarstw domowych w następstwie kryzysu nie jest jednak zaskakujące. Niepokojącym zjawiskiem jest natomiast rosnące zadłużenie gospodarstw domowych oraz ich narastające problemy ze spłatą długu. Według danych Komisji Nadzoru Finansowego w III kwartale 2009 roku wartość kredytów dla gospodarstw domowych sięgnęła 404,5 mld zł, z czego ponad połowa (211 mld zł) przypadała na kredyty mieszkaniowe – zob. tabela 1. Do końca 2009 roku łączne zadłużenie gospodarstw domowych zwiększyło się o kolejne 16 mld zł (do 420,5 mld zł), z czego 10,5 mld zł przypadło na kredyty mieszkaniowe. W ciągu minionych pięciu lat wartość nominalna kredytów dla gospodarstw domowych wzrosła 3-krotnie, szczegól-

¹ *Diagnoza społeczna 2009. Warunki i jakość życia Polaków*. Raport. Red. J. Czapiński, T. Panek. Rada Monitoringu Społecznego, Warszawa 2009, s. 49 i nast.

² *Sytuacja gospodarstw domowych w 2008 r. w świetle wyników badań budżetów gospodarstw domowych*. Główny Urząd Statystyczny, Departament Pracy i Warunków Życia, Warszawa 2009.

³ Pesymistyczna ocena zmian najczęściej była formułowana przez gospodarstwa domowe utrzymujące się z niezarobkowych źródeł (prawie 61 proc.), gospodarstwa, w których były osoby bezrobotne (56 proc.) oraz gospodarstwa rodzin niepełnych (prawie 44 proc.). Rodziny, których sytuacja uległa pogorszeniu, najczęściej zamieszkiwały wieś – szerzej zob. *Diagnoza...*, op. cit., s. 49.

nie szybko rosło przy tym zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych – 4,4 razy oraz kart kredytowych – 3,6 razy.

Tabela 1

**Wartość kredytów dla gospodarstw domowych
(wartość nominalna w mld zł)**

Rodzaj kredytu	2005	2006	2007	2008	III 2009
Ogółem, w tym:	136,4	183,4	254,2	368,6	404,5
– mieszkaniowe, w tym	50,7	78,2	117,7	194,1	211,0
walutowe	32,2	50,0	65,1	135,0	140,7
złotowe	18,5	28,2	52,6	59,1	70,3
– konsumpcyjne, w tym:	63,8	77,5	102,5	136,4	152,8
w rachunku bieżącym	14,6	15,2	17,7	20,8	23,5
karty kredytowe	4,2	5,8	8,9	12,7	14,5
pozostałe	45,0	56,5	75,8	103,0	114,8

Źródło: *Raport o sytuacji banków w 2007 r.* Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008, s. 82, *Raport o sytuacji banków w 2008 r.* Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 43 oraz *Informacja o sytuacji banków w okresie styczeń-wrzesień 2009 r.* Urząd Komisji Nadzoru Finansowego Warszawa 2009, s. 26.

Do 2008 roku wzrostowi zadłużenia Polaków wobec banków towarzyszyło obniżanie się udziału należności zagrożonych w kredytach ogółem, jednak począwszy od IV kwartału 2008 roku jakość portfela kredytowego gospodarstw domowych zaczęła się pogarszać, co potwierdzają dane za 2009 rok – zob. tabela 2. W tym samym czasie nastąpiło znaczące obniżenie się wskaźnika optymizmu konsumentów (WOK) do poziomu notowanego wcześniej pod koniec 2001 roku⁴. Szybko rośnie nie tylko wartość kredytów zagrożonych, ale także „należności pod obserwacją”, co świadczy o znaczącym wzroście grupy klientów, którzy mają okresowe kłopoty bądź nie są w stanie regulować swoich zobowiązań.

⁴ *Raport o sytuacji banków w 2008 r.* Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 11.

Informacje dotyczące liczby czy odsetka osób zadłużonych są dość zróżnicowane, jednak wskazują na rosnącą rangę problemu. Według danych Diagnozy Społecznej 2009 zadłużonych jest ok. 40 proc. gospodarstw domowych, a wartość zadłużenia stanowi coraz większą część ich dochodów – w 2007 roku średnia wielkość zadłużenia stanowiła 6,6 miesięcznych dochodów, a dwa lata później wskaźnik ten wyniósł już 9,6⁵.

Tabela 2

Udział należności zagrożonych w kredytach dla gospodarstw domowych
(w proc.)

Rodzaj kredytu	2005	2006	2007	2008	III 2009
Ogółem, w tym:	7,7	5,6	4,1	3,5	4,9
– mieszkaniowe	2,7	1,8	1,2	1,0	1,4
w tym walutowe złotowe	1,6 4,5	1,0 3,0	0,7 1,7	0,6 2,0	0,9 2,4
– konsumpcyjne, w tym:	9,2	7,9	6,6	6,6	9,4
w rachunku bieżącym	10,6	9,0	7,4	7,5	7,3
karty kredytowe	6,6	7,1	6,2	6,8	10,6
pozostałe	9,0	7,6	6,4	6,6	9,7

Źródło: Raport o sytuacji banków w 2007 r. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008, s. 85, Raport o sytuacji banków w 2008 r. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 43 oraz Informacja o sytuacji banków w okresie styczeń-wrzesień 2009 r. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 26.

Z raportu firmy InfoMonitor⁶ wynika, że w lutym 2010 roku problemy ze spłatą zadłużenia miało już ponad 1,7 mln Polaków, którzy byli winni, głównie bankom, 16,8 mld zł. W ciągu roku, tj. od lutego 2008 roku do lutego 2009 roku, ich liczba wzrosła o 440 tysięcy, a wartość ich zadłużenia aż o 8,2 mld zł, tj. prawie o połowę. Aż 42 proc. badanych stwierdziło, że w ciągu ostatnich trzech miesięcy ich sytuacja finansowa pogorszyła się, co może

⁵ Diagnoza..., op. cit., s. 77.

⁶ Raport, w którym InfoMonitor wykorzystał bazę własną oraz bazy Biura Informacji Kredytowej i Związku Banków Polskich objął dłużników, których minimalna kwota zadłużenia wyniosła 200 zł, a czas zaległości co najmniej 60 dni.

wskazywać, że liczba osób nieterminowo regulujących płatności będzie w najbliższej przyszłości rosła⁷. Z kolei w sondażu przeprowadzonym przez Centrum Badań nad Zachowaniami Ekonomicznymi do zaległości w spłacie kredytów przyznało się 26 proc. respondentów. Blisko połowa z nich zaciągnęła kredyt jeszcze przed kryzysem, a co trzeci już w trakcie jego trwania. Kryzys spowodował większe problemy ze spłatą kredytu u 42 proc. zadłużonych. Najbardziej niepokojącym zjawiskiem jest jednak bierna postawa kredytobiorców w sytuacji zaprzestania spłaty zadłużenia⁸ – najczęściej nie potrafią oni uporać się z tymi trudnościami, a sytuację dodatkowo pogarsza fakt unikania przez nich kontaktów z bankami czy firmą windykacyjną⁹. Tymczasem w takiej sytuacji najważniejsza jest szybka reakcja i podjęcie negocjacji z bankiem w celu wydłużenia spłaty kredytu lub uzyskania karencji w jego spłacie. Można też refinansować zadłużenie w innym banku lub zaciągnąć kredyt konsolidacyjny, jednak w tym ostatnim przypadku ceną wydłużenia okresu spłaty jest zwiększenie kwoty zadłużenia. W skrajnych wypadkach możliwe jest ogłoszenie upadłości konsumenckiej.

Jak wspomniano wcześniej, trudnościom z regulowaniem zobowiązań towarzyszy pogorszenie się nastrojów społecznych¹⁰. Z ostatnich danych GUS dotyczących nastrojów konsumenckich wynika, że oceny oczekiwanych zmian sytuacji gospodarczej kraju w najbliższych 12 miesiącach pogorszyły się, choć ekonomiści przewidują ich poprawę. Na razie jednak niekorzystna sytuacja na rynku pracy wywołana światowym kryzysem spowodowała, że Polacy ostrożniej podchodzą do kredytów. Z ostatniego sondażu przeprowadzonego przez GFK na zlecenie „Rzeczpospolitej” na początku 2010 roku wynika, że tylko 8 proc. Polaków zamierza zaciągnąć kredyt w banku. Warto jednak zauważyć, że jest to o 2 pkt. proc. więcej niż przed rokiem, a w grupie osób zamierzających zapożyczyć się w banku połowę stanowią osoby chcące wziąć kredyt gotówkowy. Większość potencjalnych kredytobiorców stanowią przy tym osoby już spłacające kredyty bankowe¹¹.

⁷ E. Więclaw: *Złych dłużników będzie przybywać*. „Rzeczpospolita” z 5 marca 2010 r., s. B5.

⁸ Przykładowo co trzecia osoba zadłużona w karcie kredytowej nie podejmuje żadnych działań, aby poradzić sobie ze spłatą długu i czeka, aż sytuacja rozwiąże się sama.

⁹ M. Krześniak: *Kryzys mocniej uderza w kredytobiorców*. „Rzeczpospolita” z 6 listopada 2009 r., s. B16.

¹⁰ Trzeba jednak zauważyć, że Polacy znacznie lepiej niż mieszkańcy pozostałych krajów Unii oceniają zarówno sytuację własnych gospodarstw domowych, jak i całego kraju – zob. P. Mazurkiewicz: *Polacy wolą wydawać, niż oszczędzać*. „Rzeczpospolita” z 11 marca 2010 r., s. B4.

¹¹ M. Krześniak: *Polacy nie chcą brać kredytów*. „Rzeczpospolita” z 4 lutego 2010 r., s. B2.

2. Wsparcie państwa dla kredytobiorców indywidualnych

Narastające trudności ze spłatą kredytów, które pogłębiają się w czasie kryzysu, stają się coraz poważniejszym problemem społecznym. Nie oznacza to jednak, że państwo powinno wspierać kredytobiorców, którzy nie radzą sobie ze spłatą zadłużenia. Rolą państwa powinna być raczej edukacja finansowa społeczeństwa, w tym dostarczanie wiedzy na temat zarządzania finansami osobistymi i radzenia sobie w sytuacji narastania zadłużenia. Państwo może jednak chronić potencjalnych kredytobiorców przed zadłużaniem się poprzez działania pośrednie, skierowane do instytucji finansowych, może też, choć raczej wyjątkowo, udzielać bezpośredniego wsparcia tym, którzy już zaciągnęli kredyt, pomagając w jego spłacie. Ta ostatnia forma wsparcia będzie jednak dotyczyć tylko kredytów ważnych z punktu widzenia społecznego, a do takich należą przede wszystkim kredyty mieszkaniowe.

2.1. Regulacje zmierzające do ograniczenia nadmiernego zadłużania się gospodarstw domowych

Decyzję o zaciągnięciu kredytu podejmuje samodzielnie kredytobiorca i państwo nie może na nią bezpośrednio wpłynąć. To, czy kredyt zostanie przyznany, zależy z kolei od kredytodawcy i jest pochodną stosowanej przez niego polityki kredytowej. Teoretycznie kredytodawca, w swoim interesie, powinien rzetelnie ocenić zdolność kredytową klienta i dobrze zabezpieczyć spłatę kredytu. W praktyce bywa jednak inaczej. Banki, dążąc do maksymalizacji krótkookresowych zysków i zwiększenia udziału w rynku, niejednokrotnie nadmiernie łagodziły wymogi stawiane potencjalnym kredytobiorcom (zwłaszcza indywidualnym) bądź zbyt optymistycznie oceniały wartość zabezpieczeń (szczególnie przy udzielaniu kredytów hipotecznych). W rezultacie udzielały kredytów klientom o niskiej zdolności do ich spłaty, co – w razie zaistnienia niesprzyjających okoliczności (kryzys zwiększający groźbę utraty pracy i redukcji dochodów, osłabienie złotego zwiększające zadłużenie z tytułu kredytów denominowanych w walutach obcych itp.) – prowadzi do zawieszenia obsługi długu i narastania zadłużenia, a w bankach do obniżenia jakości portfela kredytowego, co wymusza zwiększanie rezerw na ten cel.

Państwo nie może zabronić kredytobiorcy zaciągnięcia kredytu, może jednak oddziaływać na instytucje kredytowe w celu ograniczenia ryzyka podejmowanego przez nie z tego tytułu. Oddziaływanie to przybiera postać regulacji nadzorczych, wśród których, z punktu widzenia tematyki niniejszego

opracowania, szczególnie interesujące są te, które mogą zapobiegać zjawisku nadmiernego zadłużania się kredytobiorców. Do regulacji tego typu można zaliczyć w szczególności rekomendacje: S, S II oraz T wydane przez Komisję Nadzoru Finansowego. Charakterystykę tych rekomendacji zawiera tabela 3.

Tabela 3

Rekomendacje KNF dotyczące polityki kredytowej banków

Rekomendacja	Data wdrożenia	Charakterystyka
S dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie	1 lipca 2006 r.	Ma na celu m.in. zaostrzenie oceny zdolności kredytowej kredytobiorcy ubiegającego się o kredyt walutowy. Zgodnie z nią banki nie tylko muszą w pierwszej kolejności proponować kredyty w złotych, ale i obliczać zdolność kredytową jak dla kredytu złotowego, nawet jeśli będzie on zaciągany w walucie obcej.
S (II) dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie	1 lipca 2009 r.	Wprowadziła możliwość spłaty kredytu walutowego w walucie indeksacyjnej oraz nałożyła na banki obowiązek informowania klienta o występowaniu <i>spreadu</i> i koszcie, który jest z tym związany
T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych	23 lutego 2010 r.*	Nakłada na banki obowiązek bardziej skrupulatnej oceny zdolności kredytowej klientów indywidualnych przede wszystkim przy zaciąganiu kredytów konsumpcyjnych, ale także mieszkaniowych. Wprowadza limity ograniczające maksymalną kwotę spłacanych rat w stosunku do dochodów.

*Data przyjęcia przez KNF, większość zapisów ma obowiązywać po upływie 6 miesięcy, a niektóre bardziej skomplikowane procedury mają być wdrożone najpóźniej po upływie 10 miesięcy.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie*. Komisja Nadzoru Bankowego, Warszawa 2006, *Rekomendacja S (II) dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009 oraz *Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, luty 2010.

Podstawowym celem wymienionych rekomendacji jest poprawa jakości zarządzania ryzykiem kredytowym w bankach. Rekomendacje S są ukierunkowane głównie na kredyty zabezpieczone hipotecznie, a ich wprowadzenie miało m.in. utrudnić zaciąganie kredytów walutowych¹² i w rezultacie zaha-

¹² Rekomendacje 11 i 12 nakazywały bankom przy badaniu zdolności kredytowej kredytobiorcy ubiegającego się o kredyt, pożyczkę lub inny produkt, którego wartość uzależniona jest od kursów walut obcych – uwzględnić ryzyko kursowe wynikające z wahań kursu złotego wobec walut obcych, a w przypadku kredytu oprocentowanego zmienną stopą procentową – uwzględnić ryzyko stopy procentowej oraz ich wpływ na zdolność kredytową kredytobiorcy. Dodatkowo w przypadku udzielania kredytów w walutach obcych KNB rekomendowała, by bank „analizował zdolność kredytową klienta przy założeniu, że stopa procentowa dla kredytu walutowego jest równa co najmniej stopie procentowej dla kredytu złotowego, a kapitał kredytu jest większy o 20%” – zob. *Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie*. Warszawa 2006, s. 18.

mować niepokojąco szybki przyrost tego typu kredytów, co udało się osiągnąć w zasadzie tylko w 2007 roku (zob. tabela 1). Jeszcze mniej skuteczna okazała się nowelizacja rekomendacji S z 2009 roku, która miała pozwolić na obniżenie kosztu kredytu walutowego poprzez umożliwienie klientowi jego spłaty w walucie obcej, z czego jednak skorzystali jedynie nieliczni kredytobiorcy¹³. Z kolei budząca wiele kontrowersji rekomendacja T jest zbiorem zasad dotyczących udzielania kredytów detalicznych, opartych m.in. na zasadzie rzetelnego badania zdolności kredytowej klienta. Ma ona ograniczyć zjawisko nadmiernego zadłużenia poprzez określenie maksymalnej relacji kwoty spłacanych kredytów do dochodu na poziomie 50 proc., a dla osób zarabiających powyżej średniej krajowej – 65 proc. Przy wyliczaniu tych limitów będą przy tym brane pod uwagę wszystkie spłacane kredyty oraz te, o które klient wniośkuje. Z rekomendacji T wynika także, że banki mają obowiązek oferować swoim klientom przede wszystkim kredyty w walucie, w której osiągają oni przychody, a dopiero w dalszej kolejności mogą im proponować kredyt walutowy. Rekomendacja zaleca też bankom dokonywanie okresowego monitoringu portfeli kredytowych, co powinno pozwolić wcześniej diagnozować potencjalne problemy.

Mimo iż zakres opisanych rekomendacji jest znacznie szerszy (większość zaleceń dotyczy wewnętrznych kwestii banków), nowelizację rekomendacji S oraz rekomendację T można uznać za reakcję państwa na zjawisko wzrostu złych długów, które nasiliło się w czasie kryzysu. Zakłada się, że ograniczenie dostępu do kredytu dotknie przede wszystkim osoby o najniższych dochodach, zaciągające głównie kredyty konsumpcyjne (w tym zwłaszcza pożyczki gotówkowe i kredyty w karcie kredytowej), czyli kredyty najgorzej spłacane¹⁴.

¹³ W praktyce okazało się bowiem, iż korzyści finansowe uzyskane z tego tytułu czasem nie przewyższają poniesionych kosztów. Za dokonanie zmian w umowie kredytowej klient musi zapłacić często bardzo wysoką opłatę (np. w Polbanku – 500 zł, w DnB Nord – 400 zł, a w Dom Banku aż 1 proc. kwoty kredytu, która pozostała do spłaty). Ponadto nie w każdym banku istnieje możliwość dokonywania wpłat walut bezpośrednio w kasie. Z kolei dokonując przelewów walutowych z innego banku, klient musi często zapłacić prowizję. Jednak dla większości osób najistotniejszym mankamentem takiego rozwiązania jest czas, jaki musieliby poświęcić, aby samodzielnie kupować waluty w kantorze i przekazywać je do banku. Wiąże się to także z samodzielnym pilnowaniem konkretnych terminów spłaty – szerzej zob. M. Krześniak: *Marne skutki próby ograniczenia kosztu kredytów*. „Rzeczpospolita” z 5 stycznia 2010 r., s. B8 oraz *Rekomendacja S II nie przyniosła efektów*. <http://www.finance.egospodarka.pl/48846,Rekomendacja-S-II-nie-przyniosla-efektow,1,48,1.html> (dostęp: 27 kwietnia 2010 r.).

¹⁴ Istnieje wprawdzie niebezpieczeństwo, że osoby te zwrócą się do nielicencjonowanych instytucji finansowych, jednak skala udzielanych przez nie pożyczek jest znacznie niższa niż kredytów udzielanych przez banki.

2.2. Bezpośrednie formy wsparcia państwa dla kredytobiorców indywidualnych

Bezpośrednie formy wsparcia państwa dla kredytobiorców indywidualnych są stosowane rzadko i powinny dotyczyć tylko kredytów zaciąganych na cele ważne z punktu widzenia społecznego. Takim celem jest przede wszystkim zakup mieszkania (bądź budowa domu), stanowiącego podstawowe dobro człowieka, stwarzające mu podstawy do godziwego życia. Państwo, prowadząc politykę mieszkaniową, powinno mieć na celu wyrównywanie szans społecznych w dostępie do mieszkań m.in. poprzez udzielanie wsparcia finansowego tym, którzy zdecydowali się sfinansować je z dochodów osobistych uzupełnionych o kredyt bankowy. Formy tego wsparcia mogą być różne. Wśród tych, które były stosowane w Polsce w ostatnim czasie, można wymienić:

- nowelizację zasad spłaty kredytów mieszkaniowych zaciągniętych na przełomie lat 80. i 90. XX w., zgodnie z którą spółdzielcy, którzy przez 20 lat terminowo spłacali kredyty mieszkaniowe z tzw. starego portfela, a teraz jednorazowo spłacą cały dług, będą mogli liczyć na umorzenie połowy pozostałego kapitału i odsetek,
- ulgę odsetkową w podatku dochodowym od osób fizycznych, pozwalającą odliczyć od dochodu wydatki poniesione na spłatę odsetek osobom, które w latach 2002-2006¹⁵ zaciągnęły kredyty (pożyczki) na zakup nowego mieszkania lub budowę domu w banku lub SKOK-u,
- możliwość uzyskania pomocy państwa w spłacie kredytu mieszkaniowego przez osoby, które utraciły pracę lub zakończyły prowadzenie jednoosobowej działalności gospodarczej po 1 lipca 2008 roku¹⁶,
- rządowy program „Rodzina na swoim”, mający na celu wsparcie rodzin w pozyskaniu swojego mieszkania.

Wprawdzie bezpośredni związek z kryzysem ma trzecia z wymienionych form pomocy, jednak z uwagi na niewielką skalę jej stosowania w dalszej części opracowania zostanie opisany głównie program „Rodzina na swoim”, którego nowelizacja dokonana w okresie kryzysu znacząco zwiększyła jego atrakcyjność, a tym samym pomoc państwa w spłacie kredytu.

¹⁵ Przepisy regulujące ulgę odsetkową zostały uchylone z dniem 1 stycznia 2007 r. w związku z potrzebą dostosowania polskich przepisów do prawa Unii Europejskiej, ale przy jednoczesnym zachowaniu praw nabytych przez podatników.

¹⁶ Dopłata do kredytu może wynieść maksymalnie 1200 zł miesięcznie i będzie wypłacana przez rok. Obejmuje spłatę raty kapitałowej wraz z bieżącymi odsetkami – szerzej zob. Ustawa z dnia 19 czerwca 2009 o pomocy państwa w spłacie niektórych kredytów mieszkaniowych udzielonych osobom, które utraciły pracę. Dz.U. nr 115, poz. 964.

Podstawy prawne funkcjonowania programu „Rodzina na swoim” stanowi Ustawa o finansowym wsparciu rodzin w nabywaniu własnego mieszkania¹⁷. Najogólniej rzecz ujmując, pomoc państwa w ramach tego programu polega na dopłacie przez Skarb Państwa połowy odsetek od kredytu przez pierwsze osiem lat jego spłaty. Program dopłat skierowany jest do małżeństw oraz osób samotnie wychowujących przynajmniej jedno dziecko, które do tej pory nie posiadały prawa własności lub współwłasności do nieruchomości mieszkalnej. Nieruchomość będąca przedmiotem kredytowania musi być położona na terytorium Polski, a jej maksymalna powierzchnia użytkowa nie może przekraczać 75 m² w przypadku lokalu mieszkalnego i 140 m² w przypadku domu jednorodzinnego. Ponadto cena zakupu bądź koszt budowy metra kwadratowego kredytowanej nieruchomości nie mogą być wyższe niż tzw. średni wskaźnik przeliczeniowy kosztu odtworzenia 1 m² powierzchni użytkowej budynków mieszkalnych. Kredyty preferencyjne są udzielane przez banki i spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, które podpisały odpowiednie umowy z Bankiem Gospodarstwa Krajowego.

Z danych BGK wynika, iż program „Rodzina na swoim” zyskuje coraz większą popularność. Od początku jego istnienia, czyli od stycznia 2007 roku do kwietnia 2010 roku udzielono blisko 50 tys. kredytów na kwotę ponad 8,1 mld zł. Na początku istnienia programu kredyty preferencyjne nie cieszyły się jednak dużą popularnością – kredytów udzielało wówczas tylko 5 banków i wiedziało o nich niewielu klientów, a ci, którzy wiedzieli, mieli trudności z ich uzyskaniem. Dopiero nowelizacja ustawy o finansowym wsparciu rodzin w finansowaniu zakupu mieszkania z 21 listopada 2008 roku spowodowała znaczący wzrost zainteresowania programem – zob. tabela 4. Dała ona bowiem możliwość przystępowania do takiego kredytu osobom trzecim stanowiącym najbliższą rodzinę kredytobiorcy, co zwiększyło dostępność kredytu. Korzystnym zmianom uległ także sposób obliczania wartości mieszkania bądź domu, którego nabycie mogło stać się celem zaciągnięcia preferencyjnego kredytu¹⁸. Systematycznie wzrastają też wskaźniki cen za 1m², co pozwala objąć programem coraz więcej mieszkań. Obecnie kredytów preferencyjnych udziela 20 banków, a w 2010 roku Skarb Państwa zamierza przeznaczyć na dopłaty do odsetek podobną kwotę jak rok wcześniej, tj. około 70 mln zł.

¹⁷ Ustawa z dnia 8 września 2006 r. o finansowym wsparciu rodzin w nabywaniu własnego mieszkania (Dz.U. nr 183, poz. 1354) z późn. zm.

¹⁸ Początkowo średni wskaźnik przeliczeniowy kosztu odtworzenia 1 m² obliczany był jako średnia arytmetyczna dwóch ostatnio ogłoszonych wartości wskaźnika dla danej gminy. Po zmianie ustawy w czerwcu 2007 średnią tę mnożono przez współczynnik 1,3, zaś obecnie wskaźnik ten jest jeszcze wyższy, gdyż od listopada 2008 wynosi 1,4.

Tabela 4

Liczba zawartych umów i kwota kredytów udzielonych w ramach programu „Rodzina na swoim” w latach 2007-2009

Rok	Liczba zawartych umów	Kwota udzielonych kredytów (w mln zł)
2007	3672	418
2008	6628	852,59
2009	30822	5363,09
Łącznie za lata 2007-2009	41122	6633,68

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BGK.

<http://www.bgk.com.pl/index.php?module=site&controller=site&artId=1327> (data dostępu: 26.04.2010).

Niestety, przygotowywany przez Ministerstwo Infrastruktury projekt nowelizacji ustawy przewiduje, że kredyty z dopłatą będą dostępne tylko do końca 2012 roku, a od lipca 2011 roku ma być z nich wyłączony rynek wtórny. Zaostrzeniu mają też ulec kryteria przyznawania dopłat – od stycznia 2011 roku obniżony zostanie (z obecnych 40 proc. do 30 proc. średnich kosztów budowy) maksymalny pułap cen mieszkań i wprowadzony zostanie limit wiekowy kredytobiorców – kredyty będą dostępne dla osób, które nie ukończyły 35. roku życia. Jedyną korzystną zmianą jest objęcie programem osób samotnych, które chce się w ten sposób zachęcić do założenia rodziny. Proponowane zmiany są podyktowane koniecznością ograniczenia wydatków budżetowych – ogromny wzrost zainteresowania programem sprawił, że BGK spodziewa się w tym roku szybkiego wzrostu liczby zawartych umów (nawet do 59 tys.). Dzięki proponowanym zmianom budżet miałby zaoszczędzić na dopłatach ok. 1,7 mld zł, a wyłączenie z programu rynku wtórnego ma zwiększyć wpływ z tytułu podatku VAT o ok. 337 mln zł¹⁹.

Podsumowanie

Skutki kryzysu, słabo odczuwalne przez gospodarstwa domowe, w największym stopniu dotknęły kredytobiorców, z których część nie radzi sobie ze

¹⁹ Rząd chce zrezygnować z dopłat do kredytów mieszkaniowych.

http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,33181,7831236,Rzad_chce_zrezygnowac_z_doplat_do_kredytow_mieszkaniowych.html (dostęp: 3 maja 2010 r.).

spłatą zadłużenia. Państwo nie może rozwiązać ich problemu, może jednak zapobiegać jego narastaniu m.in. poprzez regulacje skierowane do instytucji finansowych, które, zaostrzając kryteria oceny zdolności kredytowej, ograniczają dostęp do kredytu. Dotychczasowe regulacje KNF w tym względzie okazały się jednak mało skuteczne. Państwo może też pomóc kredytobiorcom w spłacie kredytu. Bezpośrednie wsparcie kredytobiorców indywidualnych powinno jednak dotyczyć tylko kredytów zaciąganych na społecznie ważne cele, takich jak kredyty mieszkaniowe. W Polsce takie formy wsparcia są nieliczne, część z nich wygasa, a te, które cieszą się dużym zainteresowaniem, są ograniczane z uwagi na szczupłość środków budżetowych.

Literatura

Diagnoza społeczna 2009. Warunki i jakość życia Polaków. Raport. Red. J. Czapiński, T. Panek. Rada Monitoringu Społecznego, Warszawa 2009.

<http://www.bgk.com.pl/index.php?module=site&controller=site&artId=1327>

Informacja o sytuacji banków w okresie styczeń-wrzesień 2009. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009

Krześniak M.: *Kryzys mocniej uderza w kredytobiorców.* „Rzeczpospolita” z 6 listopada 2009 r.

Krześniak M.: *Marne skutki próby ograniczenia kosztu kredytów.* „Rzeczpospolita” z 5 stycznia 2010 r.

Mazurkiewicz P.: *Polacy wolą wydawać, niż oszczędzać.* „Rzeczpospolita” z 11 marca 2010 r.

Raport o sytuacji banków w 2007 r. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008.

Raport o sytuacji banków w 2008 r. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.

Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie. Komisja Nadzoru Bankowego, Warszawa 2006.

Rekomendacja S (II) dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.

Rekomendacja S II nie przyniosła efektów.

<http://www.finance.egospodarka.pl/48846,Rekomendacja-S-II-nie-przyniosla-efektow,1,48,1.html>

Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, luty 2010 r.

Rząd chce zrezygnować z dopłat do kredytów mieszkaniowych.

http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,33181,7831236,Rzad_chce_zrezygnowac_z_doplat_do_kredytow_mieszkaniowych.html

Sytuacja gospodarstw domowych w 2008 r. w świetle wyników badań budżetów gospodarstw domowych. Główny Urząd Statystyczny, Departament Pracy i Warunków Życia, Warszawa 2009.

Ustawa o pomocy państwa w spłacie niektórych kredytów mieszkaniowych udzielonych osobom, które utraciły pracę z dnia 19 czerwca 2009 roku. Dz.U. nr 115, poz. 964.

Ustawa o finansowym wsparciu rodzin w nabywaniu własnego mieszkania z dnia 8 września 2006 roku (Dz.U. nr. 183, poz. 1354) z późn. zm.

Więclaw E.: *Złych dłużników będzie przybywać.* „Rzeczpospolita” z 5 marca 2010 r.

STATE AID TO INDIVIDUAL CREDIT HOLDERS IN THE TIME OF CRISIS

Summary

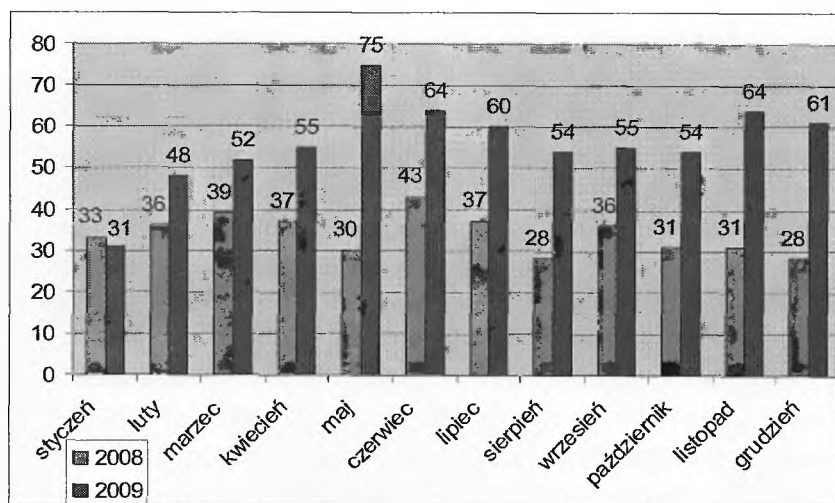
The negative effects of the crisis have not been felt by the majority of households in Poland. However, the financial situation of some of them has got worse, and the households of credit holders have been most seriously affected. More and more indebted households (mainly bank customers) do not manage to service a high debt burden, and still their attitude is mostly passive. The purpose of this paper was to identify the direct and indirect measures taken by the state in order to help individual credit holders in case of financial distress.

Admittedly, the state should not be expected to take the responsibility for debt settlement, but it may offer assistance to the potential credit holders in order to prevent them from the excessive indebtedness. This can be done by the means of indirect measures referring to the financial institutions. Direct support may be offered only to those citizens who took out mortgages to help them cover expenses such as house or flat

purchase which are considered vital from the social perspective. Analyses of the most important forms of support proved that indirect support has been inefficient so far, while the different forms of direct support have been scarce and additionally reduced when considered too heavy burden for the budget.

WYBRANE ASPEKTY DZIAŁALNOŚCI BANKÓW KOMERCYJNYCH

Wśród ekonomistów zajmujących się problematyką bankową istnieje wyraźny podział. Część ocenia banki z punktu widzenia ich rentowności, wysokości aktywów czy kształtowania się jakości należności. Można jednak także oceniać banki w zależności od tego, w jakim stopniu służą one gospodarce narodowej, czy dzięki bankom gospodarka rozwija się wolniej czy szybciej (zob. rysunek 1). Oznacza to podkreślenie roli służebnej banków, która wyraża się w dbałości o bezpieczeństwo depozytów, wielkości obciążenia finansowego przez banki gospodarki narodowej, dążeniu do własnego kapitału, a nie transferu dywidendy do „banków matek”, a przede wszystkim w zaspokojeniu zapotrzebowania na środki finansowe podmiotów gospodarczych kraju goszczącego.



Rys. 1. Wzrost liczby upadłości firm w 2009 roku

Źródło: Raport dotyczący upadłości firm w 2009, EH Euler Hermes.

Opanowanie systemu bankowego przez kapitał zagraniczny miało na pewno określone pozytywne strony (unowocześnienie operacji). Ale nie przypadkiem żaden kraj „starej unii” nie dopuszczał do przewagi kapitału zagranicznego nad krajowym systemem bankowym.

Banki o kapitale zagranicznym wyraźnie dają priorytet dążeniu do maksymalizacji zysku w danym roku, co między innymi jest warunkiem otrzymania odpowiednich „bonusów” od „banków matek” dla krajowych menadżerów. To także może prowadzić do faktycznego oligopolu, który będzie niezależny od krajowych nadzorców (KNF, NBP), co znalazło swoje odbicie między innymi w bardzo dużym podwyższaniu prowizji przez wszystkie banki w roku 2009.

Spadek dochodu z odsetek w 2009 roku spowodowało to, że banki szukały większych dochodów w wysokości prowizji. Prawie dwukrotne podwyższenie prowizji było zróżnicowane w poszczególnych bankach. Tak na przykład w BGŻ wzrost prowizji za przyznanie kredytu w 2009 wyniósł 1%, a w 2010 1,75% – 2,5%. Getin Bank tę prowizję podwyższał z 0,1% miesięcznie do 0,25% miesięcznie (3% rocznie)¹.

Tendencja maksymalizacji zysku za wszelką cenę prowadzi do szeregu negatywnych zjawisk:

- po pierwsze, do prowadzenia wysoce restrykcyjnej polityki przy udzielaniu kredytów polskim przedsiębiorcom, co ma zmniejszyć ryzyko bankowe (stracone i zagrożone należności), a tym samym nie dopuścić do obniżenia zysku przez rezerwy celowe (restrykcja prowadząca do zaniechania),
- po drugie, polityka restrykcyjna doprowadziła do spadku kredytów w 2009 roku o 2% (zob. tabela 1). Banki nie zwiększają kredytów, mimo że większość z nich ma nadwyżkę płynności, dokonując zakupu w NBP bonów pieniężnych w wysokości 60-80 mln złotych (tygodniowy okres zapadalności – 2010 rok). Banki Polskie (PKO BP) nie ograniczyły akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. PKO BP osiągnął wzrost kredytów dla klientów komercyjnych w 2009 roku o 43%. Podobnie w bankach spółdzielczych (BS) nastąpił wzrost kredytów dla przedsiębiorstw z 6,7 mld na 31.12.2008 roku do 8,0 mld zł na 31.12.2009 roku²,
- po trzecie, brak zaufania między bankami powoduje określone trudności na rynku pieniężnym w otrzymaniu kredytów kilkumiesięcznych. Przyczynia się to do wzrostu stawki WIBOR, która kształtuje się przez dłuższy czas o 1 punkt procentowy powyżej stopy referencyjnej (4,5%). Oprocentowanie

¹ „Rzeczpospolita” z 15 marca 2010 r.

² Sektor bankowy. Podstawowe dane. Urząd KNF, grudzień 2009.

- kredytu bazuje na stawce WIBOR, co podwyższa wysokość oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw. Dążenie do podniesienia WIBOR robi wrażenie, że dochodzi do zмовy. Różnica między stopą referencyjną (3,5%), a stopą WIBOR (4,5%) przez długi czas robi wrażenie spisku³,
- po czwarte, nastąpił istotny wzrost dochodów z tytułu prowizji o 9,6% w 2009 roku, wzrost z tytułu odsetek o 3,7%⁴ (zob. tabela 2),

Tabela 1

Struktura i dynamika kredytów sektora niefinansowego w 2009 roku

Wyszczególnienie	Banki					
	Ogółem		Komercyjne		Spółdzielcze	
	Udział %	31.XII.08=100	Udział %	31.XII.08=100	Udział %	31.XII.08=100
Ogółem	100,0	107,3	100,0	106,9	100,0	114,2
Sektor niefinansowy	95,8	105,8	96,0	105,4	93,0	112,5
Przedsiębiorstwa, w tym	32,5	95,6	33,2	94,8	20,9	119,2
państwowe	2,3	102,3	2,4	102,3	0,1	99,0
Gospodarstwa domowe	62,9	111,9	62,4	112,0	71,4	110,5
przedsiębiorcy indywidualni	5,9	112,0	5,3	111,4	14,4	115,0
rolnicy indywidualni	3,0	104,1	1,0	104,0	33,4	104,2
osoby prywatne	54,1	112,4	56,0	112,2	23,5	117,9
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	0,4	121,2	0,4	119,4	0,8	138,8

Źródło: GUS.

Tabela 2

Przychody, koszty, wynik finansowy banków komercyjnych w latach 2008-2009

Wyszczególnienie	2008	2009	2008=100
	w mln zł		
Przychody z działalności operacyjnej, w tym:	196 880,8	195 171,0	99,1
przychody z działalności bankowej, w tym:	183 468,7	172 339,8	93,9
Odsetki, w tym:	55 768,2	53 750,8	96,4
z tytułu udzielonych kredytów	40 080,5	39 487,0	98,5
Prowizje	13 647,7	14 989,9	109,8
Z tytułu operacji finansowych i wymiany walut	112 561,4	101 881,8	90,5
Z udziałów lub akcji, papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych o zmiennej kwocie dochodu	1491,5	1717,3	115,1
Koszty działalności operacyjnej, w tym:	181 188,0	185 324,6	102,3
Koszty działalności bankowej, z tego:	138 823,7	126 232,1	90,9
Z tytułu odsetek, w tym:	28 516,7	27 645,2	96,9
odsetki od depozytów	17 470,5	18 922,6	108,3
Z tytułu prowizji	3223,9	3570,5	110,8
Z tytułu operacji finansowych i wymiany walut	107 083,2	95 016,3	88,7
Wynik działalności bankowej, w tym z tytułu:	44 645,0	46 107,7	103,3
Odsetek w tym:	27 251,5	26 105,5	95,8
odsetki z działalności depozytowo-kredytowej	22 610,0	20 564,4	91,0
Prowizji	10 423,9	11 419,5	109,6

³ M. Szczurek: *Na tropie mafii WIBOR-owej*. „Rzeczpospolita” z 15 lipca 2009 r.⁴ *Wyniki finansowe banków w 2009 r.* GUS, Warszawa 2010.

cd. tabeli 2

Z tytułu operacji finansowych i wymiany walut, z tego:	5478,1	6865,5	125,3
operacji finansowych	-748,4	3859,1	x
wymiany walut	6226,6	3006,3	48,3
Koszty działania banków, w tym:	22 593,9	22 642,1	100,2
Wynagrodzenia	10 099,9	9976,1	98,8
Ubezpieczenia i inne świadczenia	2085,8	1910,3	91,6
Amortyzacja środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych	2160,7	2350,1	108,8
Różnica wartości rezerw i aktualizacji	5180,4	11 894,5	229,6
Wynik działalności operacyjnej	15 692,8	9846,5	62,7
Wynik operacji nadzwyczajnych	0,3	-15,4	x
Udział w zyskach (stratach) jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własności*	-28,8	1,8	x
Zysk (strata) z aktywów przeznaczonych do zbycia niezaliczonych do operacji niekontynuowanych	4,4	0,0	x
Wynik finansowy brutto, z tego:	15 668,7	9832,8	62,8
Zysk brutto	16 095,3	11 787,1	73,2
Strata brutto	426,7	1954,3	458,0
Podatek dochodowy	2897,4	1823,7	62,9
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenie zysku (zwiększenie straty)	-0,7	0,0	x
Wynik finansowy netto z operacji kontynuowanych	12 772,0	8009,1	62,7
Wynik finansowy netto z operacji niekontynuowanych	-	-	-
Wynik finansowy netto, z tego:	12 772,0	8009,1	62,7
Zyska netto	13 181,7	9691,5	73,5
Strata netto	409,7	1682,4	410,6

*Pozycja wykazywana tylko przez banki, które nie stosowały MSR/MSSF

Źródło: Ibid.

- po piąte, wielkość funduszy własnych nie ulega istotnemu zwiększeniu. Banki o kapitale zagranicznym przekazują znaczną część zysku w formie dywidendy dla „banków matek”. Konieczne jest zwiększenie kapitałów własnych. Nie można dopuścić do spadku wyposażenia kapitałowego poniżej 8%. W warunkach niepewności w otoczeniu makroekonomicznym konieczne jest utrzymanie współczynnika (Tier1) w przedziale 12%-15%⁵. Tymczasem współczynnik wysokości wypłacalności w 2009 roku wynosi w polskich bankach od 16,2% w PEKAO SA do 6,6% w BRE. Należy się liczyć z tym, że polskie banki o kapitale zagranicznym będą raczej dostosowywać się do polityki „banków matek”, które będą dążyły do ograniczenia swojej działalności kredytowej w całej grupie, a nie tylko w spółce matce,
- po szóste, usługi finansowe banków ze względu na ich koszty, a także trudno zrozumiałe regulacje są omijane. Dane na ten temat są zróżnicowane. Według badań GFK Polonii i fundacji Kronenberga wynika, że rachunek

⁵ M. Stańczuk: *Koniec rajy banków*. „Rzeczpospolita” z 2 kwietnia 2010 r.

bankowy ma tylko 56% badanych, konto oszczędnościowe 7%, kartę bankomatową tylko 50% ankietowanych, a lokatę co 10 osoba⁶.

Restrykcyjna polityka kredytowa nie musi oznaczać ograniczeń kredytów. Dobrym przykładem może tu być PKO BP i banki spółdzielcze. Wzrost kredytów dla przedsiębiorstw nie spowodował wzrostu wielkości kredytów straconych. W BS wyniósł on 3-4%, a w PKO BP 7-8%, a więc tyle samo, co w bankach o kapitale zagranicznym, które w wielu przypadkach wręcz zanęcały udzielania kredytów dla MSP. Obciążenia finansowe ze strony banków gospodarki narodowej należą do najwyższych w UE w relacji do dochodu narodowego.

Następuje równocześnie ogromny wzrost wzajemnego zadłużania się przedsiębiorstw, jedna z przyczyn upadłości MSP. Przewidywana liczba upadłości w 2010 roku to 1500 przedsiębiorstw (według wywiadowni gospodarczej Dun Brandstreet). Największe trudności mają w szczególności małe i średnie przedsiębiorstwa (brak kredytu bankowego). Trudności przedsiębiorstw są potęgowane przez faktyczny brak protekcjonizmu ze strony państwa w tej dziedzinie. Formalnie wprowadzone gwarancje ze strony BGK praktycznie nie istnieją, a pomoc NBP (np. kredyt dyskontowy) w rzeczywistości nie rozwijają się. BGK miał formalnie przeznaczyć na gwarancje dla przedsiębiorstw 10 mld zł. Tymczasem wysokość wykorzystanych środków wynosi 200,1 mln zł do 21 maja 2009, zaś od 1 czerwca 2009 do końca roku tylko 6,7 mln. Wynika to ze zmiany przepisów BGK, który został zobowiązany do badania ryzyka przy poręczeniach. Obecny system spowodował całkowity zastój w gwarancjach BGK (15,9 do 15 marca 2010). Istotnym czynnikiem niesprzyjającym kredytobiorcom są agencje ratingowe, które działają na zasadach komercyjnych i nie mogą być wiarygodne (dobrze by było powołanie do życia nowej agencji, która mogłaby pracować pod patronatem MFW, a swoje usługi mogłaby świadczyć za darmo⁷).

Zakończenie

Dotychczasowa polityka stosowana przez banki doprowadziła do upadku wielu przedsiębiorstw, nastąpił spadek wielkości inwestycji (tylko 26% przedsiębiorstw do 10 pracowników wprowadziło w ostatnich trzech latach jakiejkolwiek innowacje), wzrost bezrobocia i emigracje. Jeżeli banki będą da-

⁶ „Rzeczpospolita” z 18 marca 2010 r.

⁷ M. Stańczuk: *Powrót do bankowych źródeł*. „Rzeczpospolita” z 14 stycznia 2010 r.

lej dążyć wyłącznie do osiągnięcia maksymalizacji zysku i przekazywania dywidend do „banków matek”, a polskiej gospodarki narodowej nie będą bardziej wspierać, to powstanie pytanie, czy takie banki są nam potrzebne. Bez wyraźnej interwencji ze strony państwa (NBP, KNF, MF) powyższe pytanie może stać się coraz bardziej aktualne.

Literatura

Informacje o systemie bankowym w okresie styczeń – wrzesień 2009. Urząd KNF 2009.

Wyniki finansowe banków w 2009 roku. GUS, Warszawa 2010.

Sektor bankowy. Podstawowe dane. Urząd KNF, grudzień 2009.

Raport dotyczący upadłości firm w 2009 roku. EH Euler Hermes.

„Informacje wstępne NBP” 2010, nr 1.

Szczurek M.: *Na tropie mafii WIBOR-owej.* „Rzeczpospolita” z 15 lipca 2009 r.

Stańczuk M.: *Koniec rajy banków.* „Rzeczpospolita” z 2 kwietnia 2010 r.

Stańczuk M.: *Powrót do bankowych źródeł.* „Rzeczpospolita” z 14 stycznia 2010 r.

SELECTED ASPECTS OF THE COMMERCIAL BANKS' ACTIVITY

Summary

This article presents the selected problems of the commercial banks activity in Poland. The analysis of the commercial banks actions has been made in the context of their ancillary role to the economy. The previous banks' policy resulted in many bankruptcies, decrease in the value of investment, increase in the unemployment and emigration. Thus, greater support to the Polish economy from the banking sector is required. However, without clear intervention of the state institutions (NBP, KNF, MF), the situation can not be improved.

O ROLI PAŃSTWA W SYSTEMIE FINANSOWYM GOSPODARKI RYNKOWEJ W KONTEKŚCIE KRYZYSU FINANSOWEGO KWESTIE WYBRANE

Wprowadzenie

Artykuł wpisuje się w nurt dyskusji na temat roli państwa w systemie finansowym gospodarki rynkowej. Przedmiotem opracowania jest rola państwa w zapewnianiu stabilności sektora bankowego.

Rozważania mają stanowić przyczynek do rozwiązania problemu: „bankowość wolna” *versus* „bankowość regulowana”, który okazuje się ważnym w kontekście silnej podatności współczesnych systemów finansowych na destabilizację, w tym kryzysy finansowe. W tym celu analizie poddane zostaną dwa teorematy funkcjonowania bankowości. Łączą się one z odmiennie pojmowaną rolą państwa w zapewnianiu bezpieczeństwa systemu finansowego gospodarki i przez to też różnym poglądem na temat bezpieczeństwa ekonomicznego banków jako dobra publicznego.

Zasięgiem rozważania objęto rolę państwa w warunkach gospodarki rynkowej, pominięto rolę państwa w nierynkowych systemach gospodarczych.

1. Bezpieczny system finansowy kwestią otwartą

Brak zdrowego systemu finansowego, tj. nieprzerwanie, skutecznie i efektywnie przyczyniającego się do ograniczania kosztu funkcjonowania gospodarki realnej, jawi się jako „zmora” współczesnych czasów. Zapowiedzi narastającego niebezpieczeństwa występowania światowych kryzysów finansowych, mogących powodować lub być następstwem kryzysów gospodarczych, a także urzeczywistniające się przypadki kryzysu finansowego (tak jak ostatni

z 2008 roku), wymuszają refleksję nad możliwościami i sposobami zapewnienia bezpieczeństwa ekonomicznego w systemach finansowych gospodarek rynkowych silnie ze sobą powiązanych. Nie ulega wątpliwości, że w dobie globalizacji systemów gospodarczo-społecznych, bankowość, ze swej natury podatna na umiędzynarodowienie (globalizację), może okazać się i w praktyce okazuje się niebezpieczna w kontekście wzrostu gospodarczego, i to w różnych wymiarach: ponadnarodowym, narodowym, mniejszych społeczności – lokalnych i regionalnych.

Bezpieczeństwo ekonomiczne (lub inaczej – stabilność finansowa) sektora bankowego staje się wyzwaniem, które wymaga refleksji naukowej, być może prowadzącej do wskazania na potrzebę gruntownej zmiany obowiązującej filozofii dotyczącej roli państwa w jego kreowaniu i utrzymaniu. Wydaje się, że niepodważalne jest tylko jedno przekonanie – tj. że bezpieczeństwo ekonomiczne jest podstawowym atrybutem zdrowego systemu finansowego, koniecznym do sprawnego wypełniania przez instytucje pośrednictwa finansowego (głównie banki) przypisywanych im funkcji w gospodarce rynkowej. Wszystko inne, co wiąże się z kwestią bezpieczeństwa ekonomicznego banków, nie musi być takie pewne, na przekór rozpowszechnionemu i głęboko utrwalonemu w teorii i praktyce przekonaniu. Tym bardziej, że spór o model bankowości, najbardziej właściwy w kontekście jej przydatności dla gospodarki realnej, został tylko wyciszony, ale nie ostatecznie rozwiązany.

Obecnie w teorii i praktyce krajów kapitalistycznych dominuje doktryna „bankowości regulowanej”. Natomiast doktryna druga, alternatywna – „bankowości wolnej” została zdeprecjonowana, choć jej argumenty nie zostały w sposób naukowy obalone. Nie ma żadnych dowodów na to, że „bankowość wolna” nie byłaby w stanie lepiej niż „bankowość regulowana” być przydatna gospodarce realnej, nawet w dobie jej globalizacji, i że bezpieczeństwo ekonomiczne sektora bankowego nie jest zapewnione.

2. Pojęcia podstawowe i bliskoznaczne

Zanim podjęte zostaną rozważania właściwe, warto wyjaśnić zastosowaną w tej pracy terminologię.

„Bezpieczeństwo ekonomiczne banku” wyznaczane jest przez dwa elementy:

- 1) wystarczającą ilość kapitału własnego, w który bank jest wyposażony, stanowiącego pokrycie finansowe: podejmowanych inwestycji (funkcja rozwojowa kapitału własnego), realizacji roszczeń finansowych klientów

i kontrahentów banku (funkcja gwarancyjna kapitału własnego) oraz skutków nietrafionych decyzji inwestycyjnych i finansowych (funkcja buforowa kapitału własnego),

2) umiejętne zarządzanie w banku.

Przy tym ukuty został pogląd, że „żaden bank nigdy nie został zamknięty z powodu braku kapitału. Przyczyną ich bankructwa było złe zarządzanie”¹. Ten znamieny pogląd w obliczu kryzysu finansowego z 2008 roku daje się zweryfikować. Nie w każdym przypadku banku, który zbankrutował, pogląd okazał się w pełni słuszny – złe zarządzanie i brak wystarczającego kapitału ekonomicznego (nawet jeśli wymóg kapitału regulacyjnego był spełniony) w kontekście funkcji buforowej stał się przyczyną bankructwa.

Stabilność finansowa – bezpieczeństwo ekonomiczne systemu bankowego jest funkcją bezpieczeństwa ekonomicznego poszczególnych banków. Antonimem dla bezpieczeństwa ekonomicznego jest niestabilność finansowa (banku, systemu bankowego). Może ona spowodować spadek zaufania do banków i wywołać run na banki, który zagraża ich płynności. W skrajnym przypadku niestabilność finansowa banków kończy się ich bankructwami, a koszty bankructwa i koszty społeczne w związku z upadłościami banków są ekonomicznymi skutkami tych bankructw. Bankructwa banków wywołują poważne efekty zewnętrzne oraz skutkują pojawieniem się kosztów społecznych, powiększających koszty samego bankructwa. Przy tym koszty społeczne rozumie się jako koszty całkowite przedsięwzięcia, obejmujące koszty poniesione przez główne zainteresowane strony (koszty wewnętrzne) oraz koszty zewnętrzne, poniesione przez strony trzecie. Koszty wewnętrzne wynikające z upadłości banków są ponoszone przez inwestorów, deponentów, pracowników i niekiedy klientów. Koszty społeczne występują, gdy załamaniu ulega sektor finansowy (bankowy), a gospodarka traci swój system pośrednictwa finansowego i transferu środków pieniężnych².

Z pojęciem bezpieczeństwa ekonomicznego banków łączą się dwa kolejne: efekt domina i ryzyko systematyczne.

Sektor bankowy jest podatny na tzw. efekt domina, występujący wtedy, gdy brak zaufania do jednego (upadającego) banku wywołuje run na pozostałe banki, objawiający się masowym wycofywaniem depozytów. Przyczynia się do tego brak wystarczającej informacji po stronie deponentów, którzy nie są w stanie odróżnić banku upadającego od banku o stabilnej pozycji finansowej (bezpiecznego ekonomicznie).

¹ „The Economist” z 16 sierpnia 2003, s. 63.

² S. Heffernan: *Nowoczesna bankowość*. WN PWN, Warszawa 2007, s. 210.

Efekt domina wzmacnia ryzyko systematyczne, czyli ryzyko, które przenosi na cały sektor bankowy (a nawet szerzej – finansowy) zaburzenia w bankach lub na rynku, prowadząc do powszechnego runu na banki ze strony deponentów detalicznych i korporacyjnych, a w końcu do załamania systemu bankowego (finansowego).

Aspekt bezpieczeństwa ekonomicznego jest jednakowo ważny, aczkolwiek w różny sposób, w obu doktrynach bankowości.

„Bankowość regulowana” występuje w warunkach systemu bankowego, którego istnienie i funkcjonowanie wymaga specjalnych ram prawnych, określonych głównie przez prawo bankowe rozumiane szeroko. Przy czym prawem bankowym, w ujęciu szerokim, nazywa się zbiór ustaw, zarządzeń, rozporządzeń regulujących pracę banków. Ma ono charakterystyczną cechę: w istocie stanowi wydzielony obszar prawny, obowiązuje wyłącznie banki (a w ograniczonym zakresie – klientów banków wyłącznie w stosunkach z bankami).

Z kolei „bankowość wolna” (*free banking*), inaczej „bankowość zde-regulowana”, w rozumieniu współczesnym dotyczy wysoce konkurencyjnego systemu (sektora) bankowego funkcjonującego bez banku centralnego i specjalnych regulacji sektora.

3. Kwestia bezpieczeństwa ekonomicznego sektora bankowego jako dobra publicznego w kontekście różnych doktryn bankowości

Kluczowym aspektem w obu doktrynach bankowości, „regulowanej” i „wolnej”, jest rola państwa w tworzeniu bezpiecznie działającego sektora banków prywatnych (operacyjne banki prywatne są podstawowymi instytucjami realizującymi bankowość). Można by rzecz ująć inaczej – obie doktryny różnią się diametralnie co do tego, czy bezpieczeństwo ekonomiczne sektora banków prywatnych jest dobrem publicznym.

W systemie „bankowości regulowanej” bezpieczeństwo ekonomiczne banków (sektora bankowego) jest traktowane jako dobro publiczne. Jest to silna podstawa uzasadniająca daleko posuniętą ingerencję państwa w system bankowy. Banki zostają z mocy prawa wyposażone w specjalne tzw. przywileje bankowe, państwo tworzy specjalne ramy prawne i instytucjonalno-regulacyjne (instytucje publiczne regulujące pracę banków), a także może ingerować aktywnie, podejmując działania ekonomiczne (wykorzystując różne instrumenty ekonomiczne i finansowe) i gospodarcze, w strukturę i kondycję sektora bankowego.

W doktrynie „bankowości regulowanej” uznaje się za słuszną silną potrzebę regulacji rynku bankowego. Przyczyny regulacji rynku bankowego są w znacznej mierze takie same jak przyczyny, dla których regulowane są wszystkie inne rynki gospodarcze czy finansowe. Wśród nich wymienia się potrzebę zapewnienia ochrony konsumentom, ochronę przed działalnością przestępczą, efekty zewnętrzne – czyli skutki oddziaływania danego podmiotu, które nie znajdują odzwierciedlenia w mechanizmach cenowych³. Natomiast szczególnie duża waga potrzeby regulacji rynku bankowego wiąże się z możliwymi efektami zewnętrznymi. Skoro branża (sektor) bankowa jest wrażliwa na efekt domina, silnie obciążona ryzykiem systematycznym, to trzeba liczyć się z zagrożeniem upadku systemu bankowego, który uniemożliwiłby wymianę pieniądza, a w skrajnym przypadku powrót gospodarki do gospodarki barterowej (głęboki kryzys finansowy skutkuje zanikiem pośrednictwa bankowego, transferu pieniędzy i usług płynności oferowanych przez banki, co powoduje nieefektywną alokację kapitału w gospodarce; w skrajnym przypadku gospodarka może powrócić do systemu wymiany barterowej). W takim ujęciu wskazane jest traktowanie bezpieczeństwa ekonomicznego banków jako dobra publicznego. To zaś implikuje obowiązek ratowania przez rząd (lub stosowne instytucje publiczne) banków, których bankructwa mogłyby wywołać poważne efekty zewnętrzne i skutkować pojawieniem się kosztów społecznych. Dlatego tak wiele miejsca w polityce i działaniach interwencyjnych państwa poświęca się zagadnieniu tzw. sieci bezpieczeństwa finansowego.

Środowisko prawne i instytucjonalno-regulacyjne pracy banków musi być ciągle doskonałe i w konsekwencji kosztowne. Finalnie ciężar utrzymania instytucji działających w otoczeniu prawno-regulacyjnym banków, całej sieci bezpieczeństwa finansowego, ratowania banków w sytuacjach kryzysowych spoczywa na podatnikach. W praktyce w większości krajów, aby zminimalizować prawdopodobieństwo konieczności podejmowania akcji ratowania banku przez rząd lub/i przez bank centralny występujący w roli „banku-pożyczkodawcy ostatniej instancji”, krajowe systemy bankowe podlegają tzw. regulacjom ostrożnościowym, które charakteryzują się wyższym stopniem kompletności w porównaniu do innych rynków czy nawet części sektora finansowego. Regulacje ostrożnościowe mają na celu zminimalizowanie ewentualnych kosztów społecznych bankructwa banku (które mogłyby doprowadzić do kryzysu finansowego), przy równoczesnym zapewnieniu tego, żeby banki nie korzystały z faktu podlegania specjalnemu prawodawstwu, np. w związku ze szczególną ochroną prawną. Formy szczególnej ochrony prawnej mogą być

³ S. Heffernan: *Op. cit.*, s. 208.

różne i może ich być wiele, choćby obligatoryjne systemy gwarantowania depozytów bankowych, a nawet specjalne formy pomocy publicznej: banki „złych długów” tworzone przez stronę publiczną, pożyczki poniżej ceny rynkowej dla ratowanych banków, instrumenty podatkowe, nacjonalizacja kosztów poprzez przejęcie przez stronę publiczną upadającego banku, specjalne programy ratowania banków (podczas gdy inne branże gospodarcze w złej kondycji zwykle nie mogą liczyć na wsparcie państwa).

Specjalna lub silna ingerencja państwa w pracę i stan sektora banków prywatnych ma co najmniej kilka słabości. Preregulowane środowisko działania banków może zakłócić prawidłową (efektywną) konkurencję w sektorze. Podobnie błędne decyzje czynników publicznych (np. banku centralnego) mogą przełożyć się na podejmowane w bankach błędne decyzje z negatywnymi skutkami dla gospodarki i społeczeństwa (przykład ostatniego kryzysu finansowego na rynkach *subprime*). Poza tym w systemie „bankowości regulowanej”, a więc zabezpieczonym za pomocą szeregu jawnych i niejawnych gwarancji publicznych, ryzyko runu na bank jest przez same banki, jak i instytucje sieci bezpieczeństwa finansowego, niedoszacowane. Przykładowo, wprowadzenie gwarancji depozytów przez rząd w celu ograniczenia runu na banki zwiększyło prawdopodobieństwo, że bank będzie działał na szkodę podatników. Według Georga Benstona i jego współpracowników⁴, Edwarda J. Kane’a⁵, jak również innych badaczy, w sytuacji, kiedy informacja na temat udzielonych kredytów i innych aktywów banku nie jest doskonała, zabezpieczenie depozytów (a także istnienie instytucji pożyczkodawcy ostatniej szansy lub łodzi ratunkowej) kreuje nadużycia ze strony banków i zachęca je do podejmowania większego ryzyka. Zwłaszcza banki, które uważane są w systemie bankowym danego kraju za „zbyt ważne dla gospodarki” lub „zbyt duże”, żeby upaść, antycypując pomoc państwa na wypadek poniesienia zbyt dużych strat finansowych, by móc je samodzielnie pokryć, narażają podatników na poniesienie skutków ryzykanckich decyzji i działań takich banków. Pomoc rządów wielu państw udzielona bankom w czasie ostatniego kryzysu finansowego może utwierdzać banki w przekonaniu, że pomoc publiczna co najmniej w najtrudniejszych przypadkach (zwykle też zawinionych przez zarządy banków) jest niemal pewna. Przykładów jest wiele i dotyczą one doraźnej pomocy konkretnym bankom, jak i przygotowywanych rozwiązań dla sektora w ramach ustaw o stabilizacji rynków finansowych (np. w Niemczech czy Wielkiej

⁴ G.J. Benston, R. Eisenbeis, P. Horvitz, E. Kane, G. Kaufman: *Perspectives on Safe and Sound Banking Past, Present, and Future*. MIT Press, Cambridge 1986.

⁵ J. Kane: *The Gathering Crisis in Federal Deposit Insurance, Regulatory Policy, and Optimal Bank Capital*. „Journal of Finance”, marzec 1981, nr 36, s. 51-60.

Brytanii umieszczanie złych długów, „toksycznych” aktywów w specjalnie w tym celu stworzonych wehikułach inwestycyjnych; preferencyjne pożyczki dla „złych banków” gwarantowane przez państwowy fundusz stabilizacyjny SoFFin).

Ryzykanctwo nie dotyczy tylko banków większych lub gospodarczo ważnych. Pojawia się ono także w innych bankach prywatnych. Nadmierne ryzyko może być też podejmowane pomimo prognozowanej przez zarząd banku upadłości swego banku. Scenariusz taki został rozpoznany w bankowości regulowanej i opisany jako „hipoteza grabieży” (*looting hypothesis*)⁶. Odpowiedzią na te prognozy może być podjęcie przez zarząd ryzykownych działań, które przynoszą szybki doraźny zysk i poprawiają pozycję menedżerów w banku, a ponadto poprzez krótkoterminowy wzrost cen akcji dają zyski z tytułu opcji na banku. Dobrze poinformowani akcjonariusze sprzedają akcje w okresie zwwyżki cen, nie zwracając uwagi na przyczyny krótkookresowych wzrostów zysku banku. Takie działania banku rzadko przywracają dobrą kondycję finansową. Jeśli bank upadnie, tymi którzy jedynie skorzystają na chwilowej poprawie, będą członkowie zarządu (i najprawdopodobniej główni akcjonariusze banku).

Kryzys finansowy z 2008 roku ujawnił szereg słabości pracy regulatorów sektora finansowego, a nawet jego wkład w stymulowanie tego kryzysu (np. rządy zezwoliły, by poza bilansami banków funkcjonowały spółki celowe, tolerowały sprzedaż klientom nieprzejrzystych pod względem profilu ryzyka derywatów i niedoceniały w regulacjach ostrożnościowych ryzyka, które niesie globalizacja⁷, dopuszczono do tego, że ryzyko finansowe przekształciło się w niepewność finansową⁸). Interwencjonizm państwowy w pracę sektora bankowego i szerzej bankowo-finansowego skompromitował się. Bezpieczeństwo ekonomiczne sektora banków zostało podważone, a dla ratowania zaufania publicznego rządy państw i banki centralne zmuszone zostały do udzielenia pomocy publicznej wielu bankom komercyjnym. Ziściło się oczekiwanie ze strony banków, że skutki ryzykanckich działań zostaną przejęte w gruncie rzeczy przez społeczeństwo (podatników).

Wobec niedostatków „bankowości regulowanej” warto przytoczyć i na nowo przemyśleć teoremat „bankowości wolnej”. Jest on alternatywą, ponieważ sprawdzoną w praktyce, dla rozwiązań „bankowości regulowanej”.

⁶ G.A. Akerlof, P.M. Romer: *Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit*. „Brookings Papers on Economic Activity” 1993, nr 2, s. 1-73.

⁷ E. Gostomski: *Państwo w bankach*. „Gazeta Bankowa” 2009.

⁸ www.polityka.pl/ucieczka-z-domu-wariatow

4. Charakterystyka alternatywnego teorematu, czyli „bankowości wolnej”

„Bankowość wolna” nie jest tylko teoretyczną propozycją. W XIX wieku banki nie podlegały jakimkolwiek regulacjom ostrożnościowym, nie musiały posiadać licencji i emitowały własne banknoty. Okresy wolnej bankowości występowały w Szkocji (1716-1844), Szwecji (1831-1903), Szwajcarii (1826-1907) i Kanadzie (1867-1914). Rondo Cameron⁹ twierdzi, że brak regulacji w Szkocji przyczynił się do wzrostu gospodarczego z powodu silniejszej konkurencji na rynku bankowym i wywołanej tym innowacyjności produktów bankowych. Według niego to te banki jako pierwsze oparły działalność na oddziałach, oprocentowaniu depozytów i przyznawaniu deбетów. Kevin Dowd¹⁰ również twierdzi, że okresy deregulacji sektora bankowego w Szkocji, Szwecji i Kanadzie miały bardzo pozytywne skutki.

Teoretycy *free banking* uważają, że dla wolnej bankowości charakterystyczne są¹¹:

1. Wolna konkurencja w emisji wymiennalnego pieniądza zamiast monopolu banku centralnego na emisję banknotów. W przeszłości były to kwity emitowane w formie papierowej lub monet, obecnie mogłyby one przyjąć postać elektronicznych tokenów.
2. Wzajemne akceptowanie przez banki własnych banknotów i pośrednie wykupywanie banknotów przez banki.
3. Wolna konkurencja w oferowaniu rachunków bankowych, ale i współpraca w rozliczeniach płatności na rynku międzybankowym.
4. Rozwój rynku kredytów krótkoterminowych dla banków, które posiadają nadwyżki rezerw pieniężnych i chcą je zainwestować z zyskiem oraz dla banków, które w związku z niskim poziomem rezerw chcą pożyczyć środki na krótki termin.
5. Rozwój inwestycji bankowych wysoce płynnych, dostarczających możliwości inwestycyjnych na krótki termin i działających równolegle do pożyczek i kredytów międzybankowych.
6. Brak środka płatniczego, który byłby prawnie wymuszoną walutą. Każdy może swobodnie handlować w walucie, którą wybrał. Bank centralny może dalej istnieć i emitować walutę, ale waluta ta jest obowiązkowa jedynie dla płatności takich jak daniny publiczne.

⁹ *Banking and Economic Development: Some Lessons of History*. Red. R. Cameron. Oxford University Press, New York 1972.

¹⁰ K. Dowd: *Laissez-Faire Banking*. Routledge, London 1993.

¹¹ Free Banking, <http://en.wikipedia.org>

7. Brak wymogu wysokości rezerw frakcyjnych (częstkowych). Banki mogą swobodnie ustalać wielkość rezerw częstkowych albo nawet sprzedawać produkty finansowe, stosując różne rezerwy częstkowe i różne ograniczenia co do reguł wycofywania depozytów.

W podstawowym ujęciu *free banking* („wolna bankowość”, „zdergulowana bankowość”) jest teorematem, takim że zasady bankowości są ustalane przez siły rynkowe oraz według założeń danego banku komercyjnego tak samo, jak przy podejmowaniu każdego innego rodzaju działalności, pod warunkiem, że żadna z nich nie będzie naruszać norm i praw przyjętych przez rynek i państwo. Wymagania dla tego niezwyklego rodzaju przedsiębiorstwa nie są ustalane przez autorytarne władze państwowe, lecz kształtuje je zdolność do stworzenia wystarczającego kapitału ekonomicznego, budowanie zaufania publicznego (zaufania klientów) poprzez akceptację przepisów oraz zapewnienie jak najmniejszego prawdopodobieństwa bankructwa banku. Taki system, zwany *laissez faire*, stwarza pewnego rodzaju zdrową, niekontrolowaną przez państwo konkurencję, dającą wszystkim bankom prawa, ale również taką samą odpowiedzialność oraz obowiązki, jakie stoją przed innymi przedsiębiorstwami na rynku. Dlatego banki muszą liczyć się z tym, że niepodoleń obranym, akceptowanym przez publiczność, celom i obowiązkom będzie oznaczało bankructwo, co ostatecznie doprowadzi do likwidacji banku. W takim wypadku żaden bank nie ma prawa, aby zwrócić się o pomoc publiczną (władz państwowych). Żadna inna instytucja publiczna nie pomoże w potrzebie¹².

Taka sytuacja zmusza każdy pojedynczy bank komercyjny do pełnienia funkcji banku centralnego dla samego siebie. Oznacza to odpowiednio dostosowaną politykę zgodną z zakresem działalności, a także ogranicza zbyt duży wzrost inflacji. Ważne stanowiska w każdym z banków będą obsadzone wyłącznie przez osoby posiadające ogromny zasoby profesjonalnej wiedzy i umiejące podejmować strategiczne decyzje.

Rozpatrując to z innej strony, możliwość istnienia *free banking* zależy w dużej mierze od społeczeństwa, od tego, czy podważone zostanie zaufanie do konkretnego banku lub do sektora bankowego. Panika klientów banku, run na banki nie jest przesłanką do udzielenia finansowej pomocy ze strony instytucji publicznych (rządu, banku centralnego). Banki muszą wykształcić własny system automatycznych stabilizatorów, takich jak: dbanie o stabilność wartości akcji bankowych, przejrzysta i zrozumiała informacja o sytuacji i kondycji finansowej banku, przychylność rynku krótko- i długookresowej płynności

¹² V. Smith: *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*. Liberty Fund, Minneapolis [1936] 1990, s. 169-170.

finansowej czy też opcje zabezpieczające otwarte pozycje banku, które rozwijają i chronią system bankowy przed szokami. Siły napędowe stojące za tymi mechanizmami stabilizacyjnymi powodują, że każdy podmiot bankowy dążyłby do ochrony przed niekorzystnymi warunkami rynkowymi. Wtedy system bankowy byłby całkowicie stabilny.

Wskazując na kwestię stabilności systemu bankowego, trzeba też dostrzec inny argument zwolenników *free banking*¹³. Jasne jest, że rząd prowadzi ekspansywną politykę w czasie fluktuacji związanych z cyklem koniunkturalnym, ale również ekspansywną w czasach recesji, spowolnienia gospodarczego. Także za każdym razem, gdy pojawia się stan wojny, rząd ma problemy finansowe. Mimo iż problem nie dotyczy sfery banków, to przede wszystkim ich dotyczą zmiany. Wydatki rządowe wzrosną gwałtownie, a nie jest możliwe, by zostały pokryte wyłącznie z wpływów ze zwiększonych ciężarów podatkowych. Państwo będzie wtedy naciskać na system bankowy i traktować banki jako źródło pokrycia wydatków, zaciągając kredyty, pożyczki. Pozbawiłoby to banki rezerw gotówkowych i doprowadziło do braku płynności gotówkowej. Osłabiłoby też zdolność banków do utrzymania wymienialności walut i zagroziło nie tylko stabilności systemu bankowego, ale także stabilności giełdy papierów wartościowych. Zagrożenie spowodowane tymi kredytami uzależnione jest od ich wielkości, ale w niektórych wypadkach doprowadziłoby do zawieszenia wymienialności walut. Zatem wyraźne jest, że wszelkie ingerencje państwa w sferę działania banków destabilizują gospodarkę. Jednakże pewne wydarzenia historyczne doprowadziły do stopniowego zwiększania roli państwa w tym sektorze, co wcale nie oznacza, że bez jego ingerencji ich skutki byłyby dużo gorsze. Raczej doprowadziłoby to do wykształcenia stabilniejszego systemu powstałego na podstawie doświadczeń.

5. *Free banking* w strefie euro

Wolność pieniądza i bankowości istniała i działała sprawnie już w przeszłości. Według orędowników *free banking*, jak Ludvig von Mises¹⁴, można domniemywać, że wolność monetarna w strefie euro doprowadziłaby do powstania wspólnego, równoległego rynku złotego pieniądza do euro, który mógłby we właściwym czasie stać się podstawą wypłacalnej waluty europejskiej, wolnej od politycznej manipulacji. Aby jednak solidny pieniądz mógł

¹³ K. Dowd: *Automatic Stabilizing Mechanismus under Free Banking*, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj7n3/cj7n3-5.pdf>

¹⁴ <http://www.mises.pl/106/106>

zaistnieć w strefie euro, niezbędne jest pojawienie się prawdziwej konkurencji monetarnej, co oznaczałoby:

- zniesienie ochrony prawnej narodowych walut jako jedynych środków płatniczych;
- dla złota: zniesienie podatku na złoto oraz swobodę zawierania kontraktów w złocie – w szczególności wolność transakcji handlowych (kupna i sprzedaży), a także wolność banków w zakresie otwierania depozytów na żądanie i terminowych w złocie. Na tym etapie system równoległej złotej monety konkurujący z euro wypłynąłby spontanicznie i stopniowo w każdym kraju, który obrałby tę drogę. Jeśli tylko dwa spośród wszystkich krajów członkowskich Unii Europejskiej poszłyby tą ścieżką, prywatny złoty pieniądz stałby się ich wspólną walutą. Zasada ta mogłaby łatwo zostać rozszerzona na wszystkich pozostałych członków Unii i oczywiście również na kraje znajdujące się w Europie;
- wolność wybijania złotych monet w istniejących mennicach;
- prawa użytkowników pieniędzy do swobodnego wybierania tych jednostek wagi (uncje, gramy), które najbardziej im odpowiadają.

W krajach, które przyjęłyby ten system, złoto znalazłoby się w obiegu równocześnie jako równoległa i wspólna waluta. Ta wspólna złota waluta konkurowałaby z wydawanym przez Europejski Bank Centralny (ECB) euro. Każde zwiększenie ilości tego niewymienialnego, papierowego pieniądza stopniowo wywoływałoby tendencje do zwracania się użytkowników w stronę wspólnego złotego pieniądza.

Nie ma żadnego ekonomicznego wytłumaczenia zakazu obrotu w prywatnym standardzie złota i jego konkurowania z euro. Ten prywatny system mógłby być najlepszą przeszkodą dla inflacyjnych nacisków na europejski pieniądz.

Bez konkurencji monetarnej, upolitycznienie rządowego euro stopniowo otwiera drogę coraz luźniejszej polityce monetarnej. Nawet teraz polityka ECB, polegająca na „stabilizacji cenowej”, już generuje poważne zaburzenia produkcji i związane z nimi cykle boomów i zapaści.

Zakończenie

„Wolna bankowość” wywołuje dyskusję, czy banki w jakiś szczególny sposób wymagają ochrony lub kontroli, składających się na ingerencję państwa w działanie banków pod pozorem zapewnienia bezpieczeństwa ekonomicznego systemowi bankowemu, czy też właśnie dla dobra publicznego (ochrony

przed nadmiernym obciążeniem podatników kosztami ratowania banków) powinno się im zezwolić na swobodną działalność. Nadal pozostaje otwarte pytanie o to, czy najlepszym rozwiązaniem jest traktowanie bezpieczeństwa ekonomicznego jako dobra publicznego, w imię którego podatnicy powinni być obowiązani do ponoszenia ostatecznie ciężarów utrzymania banków, byleby podważone zaufanie publiczne nie przerodziło się w panikę klientów banków i niezdolność banków do pełnienia funkcji pośrednictwa finansowego. Może jednak lepsze jest rozwiązanie alternatywne, „wolnej bankowości” adaptowanej do realiów współczesnej bankowości, w której ciężar ponoszenia skutków za nietrafne działania – bankructwo banku – przypada na odpowiedzialnych za skutki (właścicieli i zarząd).

W gruncie rzeczy bezpieczeństwo ekonomiczne systemu bankowego w obu doktrynach bankowości jest dobrem publicznym, natomiast różnice dotyczą sposobu i zakresu angażowania się państwa w zapewnienie tego dobra, a co się z tym wiąże, odpowiedzialności finansowej państwa (podatników) i banków z tytułu naruszenia stabilności finansowej systemu bankowego.

Literatura

- Akerlof G.A., Romer P.M.: *Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit*. „Brookings Papers on Economic Activity” 1993, nr 2.
- Benston G.J., Eisenbeis R., Horvitz P., Kane E., Kaufman G.: *Perspectives on Safe and Sound Banking Past, Present, and Future*. MIT Press, Cambridge, 1986.
- Banking and Economic Development: Some Lessons of History*. Red. R. Cameron. Oxford University Press, New York 1972.
- Dowd K.: *Automatic Stabilizing Mechanismus under Free Banking*.
<http://www.cato.org/pubs/journal/cj7n3/cj7n3-5.pdf>
- Dowd K.: *Laissez-Faire Banking*. Routledge, London 1993.
- Free Banking, <http://en.wikipedia.org>
- Gostomski E.: *Państwo w bankach*. „Gazeta Bankowa” 2009.
- Heffernan S.: *Nowoczesna bankowość*. WN PWN, Warszawa 2007.
- Kane J.: *The Gathering Crisis in Federal Deposit Insurance, Regulatory Policy, and Optimal Bank Capital*. „Journal of Finance”, marzec 1981, nr 36.

Smith V.: *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*.
Liberty Fund, Minneapolis [1936] 1990.

„The Economist” z 16 sierpnia 2003.

<http://www.mises.pl/106/106>

www.polityka.pl/ucieczka-z-domu-wariatow

**ON THE ROLE OF STATE IN FINANCIAL SYSTEM
OF MARKET ECONOMY IN THE CONTEXT
OF THE FINANCIAL CRISIS. THE SELECTED PROBLEMS**

Summary

The main subject of the paper is a role of state in assurance of the stability of financial (banking) system.

The aim of this paper is to present a safe banking system (financial stability) as a public good. The financial stability is, on the basis of the literature analysis, shown in two perspectives: a theory of regulatory banking, and a theory of free banking. The main interest has been paid on obtaining the financial stability.

PROMOCJA ROZWOJU OBROTU BEZGOTÓWKOWEGO W POLSCE JAKO FORMA WSPARCIA GOSPODARKI W CZASACH KRYZYSU

Wprowadzenie

Polska jest krajem charakteryzującym się niskim poziomem płatności dokonywanych w formie bezgotówkowej. Podstawowym problemem z tym związanym są wysokie koszty organizacji obrotu gotówkowego, które powodują liczne konsekwencje dla całej gospodarki, szczególnie widoczne w okresie kryzysu finansowego.

Celem artykułu jest wskazanie na konieczność kontynuowania działań promujących rozwój obrotu bezgotówkowego w Polsce. Jako uzasadnienie podejmowanych inicjatyw wskazany zostanie niewykorzystany potencjał rynku płatności bezgotówkowych oraz korzyści płynące z rozwoju obrotu bezgotówkowego dla państwa, gospodarki, sektora bankowego, przedsiębiorców i społeczeństwa w czasach kryzysu finansowego.

1. Poziom rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce

Transakcje dokonywane w formie bezgotówkowej regulowane są ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 roku Prawo bankowe¹ oraz ustawą z dnia 12 września 2002 roku o elektronicznych instrumentach płatniczych². Obowiązują też regulacje bardziej szczegółowe, odnoszące się do wybranych aspektów.

¹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. 2002, nr 72, poz. 665. ze zm., rozdział 4.

² Ustawa z dnia 12 września 2002 r. o elektronicznych instrumentach płatniczych, Dz.U. nr 169, poz. 1385, ze zm.

Rozwój obrotu bezgotówkowego może być mierzony różnymi wskaźnikami. Klasyczne miary zostały przedstawione w tabeli 1.

Tabela 1

**Klasyczne miary rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce
w latach 2005-2009**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Liczba rachunków bankowych a vista osób fizycznych (w mln)	21,3	23,1	26	30,7	31,7 ³
Średnia liczba transakcji bezgotówkowych na jednym rachunku bankowym	25,4	27,6	29,8	29,0	31,9
Udział depozytów gospodarstw domowych w M1 (w %)	37,60%	39,50%	40,90%	41,20%	47,60%

Źródło: Opracowanie na podstawie *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w drugim półroczu 2009 r.*, marzec 2010 r., http://www.nbp.gov.pl/systemplatniczy/ocena/ocena2009_2.pdf, 05.05.10 r.

Przedstawione dane świadczą o systematycznym wzroście wszystkich wskaźników, praktycznie niezachwianym przez kryzys finansowy. Trendy, które wyznaczają te wskaźniki, należy uznać za pozytywne dla rozwoju obrotu bezgotówkowego. Świadczą one o stopniowym rozwoju tego obrotu w branżach pod uwagę ostatnich latach⁴.

Nowymi miarami służącymi do oceny rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce są trzy wskaźniki opracowane specjalnie na zlecenie Departamentu Systemu Płatniczego NBP. Potrzeba ich zbudowania i wyliczenia wielkości bazowych oraz docelowych wynikała z realizacji Programu Rozwoju Obrotu Bezgotówkowego w Polsce na lata 2009-2013.

Pierwszym ze wskaźników jest wskaźnik lejkowy (*funnel*), mierzący intensywność prowadzenia obrotu bezgotówkowego poprzez pomiar natężenia prowadzenia operacji w różnych aspektach zachowań z tym związanych⁵. W 2009 roku wskazał on na dwie bariery związane z rozwojem obrotu bezgotówkowego, pierwszą z nich była konieczność założenia rachunku bankowego, a drugą niekorzystanie, pomimo posiadania konta, karty i dostępu do

³ Od 2009 roku w liczbie rachunków bankowych nie są uwzględniane książeczki oszczędnościowe.

⁴ O poziomie rozwoju obrotu bezgotówkowego na tle innych krajów świadczą dane ECB Statistical Data Warehouse <http://sdw.ecb.europa.eu/>, 05.05.10 r.

⁵ Wskaźnik ten obejmuje 7 poziomów (od 0 do 6), gdzie: 0 oznacza najniższy poziom, zaś 6 najwyższy poziom korzystania z obrotu bezgotówkowego.

Internetu, z obrotu bezgotówkowego⁶. Uzyskane wyniki pozwoliły na wyciągnięcie wniosków, iż aktywność w stronę zwiększenia obrotu bezgotówkowego w Polsce powinna być skierowana głównie na intensyfikację zachowań oraz poszerzanie kanałów dostępu, ale na poziomie dostępu zewnętrznego⁷.

Drugim wskaźnikiem jest Indeks Korzystania z Obrotu Bezgotówkowego (IKOB)⁸. Mierzy on intensywność korzystania z obrotu bezgotówkowego poprzez pomiar natężenia prowadzenia operacji w różnych obszarach związanych z obrotem bezgotówkowym i służy ocenie skuteczności prowadzonych działań mających na celu zmianę stosunku Polaków do obrotu bezgotówkowego i zachowań w tym zakresie⁹.

W 2009 roku wartość tego wskaźnika wynosiła 28¹⁰, co oznaczało, że korzystanie przez Polaków z bezgotówkowych form płatności jest na niskim poziomie. Poprawa tego wskaźnika wymagałaby podjęcia działań w celu zmiany podejścia społeczeństwa do nowych technologii i posiadania gotówki, zwiększenia możliwości korzystania z obrotu bezgotówkowego i zintensyfikowania kontaktów z krajami o wysokim stopniu rozwoju obrotu, a także zwiększenia zaufania do obrotu bezgotówkowego¹¹.

Trzecim wskaźnikiem jest Indeks Zaufania do Obrotu Bezgotówkowego (IZOB)¹², mierzący subiektywne nastawienie do obrotu bezgotówkowego. Ma on wymiar psychologiczny i został stworzony w celu zdiagnozowania nastawienia do obrotu bezgotówkowego niezależnie od dostępności takiego obrotu i możliwości jego stosowania.

W 2009 roku wartość tego wskaźnika oszacowana została na poziomie 57¹³, co świadczy o średnim zaufaniu do obrotu bezgotówkowego w Polsce. Interpretacja tego wskaźnika pozwoliła na wyciągnięcie wniosków, iż korzy-

⁶ Badanie sondażowe odbyło się w dniach 28.11-11.12.2009 na 1000-osobowej reprezentatywnej próbie ogólnopolskiej dorosłych Polaków przy wykorzystaniu metody CAPI.

⁷ D. Maison: *Postawy Polaków wobec obrotu bezgotówkowego*, Warszawa, 15 marca 2010, http://www.nbp.pl/systemplatniczy/obrot_bezgotowkowy/postawy_polakow_wobec_obrotu_bezgotowkowego_raport.pdf, 10.05.10 r. Świadczą też o tym informacje zawarte w opracowaniu T. Koźlińskiego: *Porównanie wyników badań na temat ubankowienia Polaków przeprowadzonych przez Narodowy Bank Polski w 2006 i 2009 roku*. NBP, Warszawa, grudzień 2009 r.

⁸ IKOB jest kombinacją trzech subwskaźników natężenia obrotu bezgotówkowego (skale 0-100) z przypisanymi wagami (6, 3, 1): NB_K – Natężenie Bezgotówkowe Karta, NB_INT – Natężenie Bezgotówkowe Internet, NB_RACH – Natężenie Bezgotówkowe Rachunki.

⁹ Szerzej: *Komunikat z VI Posiedzenia Plenarnego Koalicji na rzecz Obrotu Bezgotówkowego i Mikropłatności w dniu 7 kwietnia 2010 r.*, www.zbp.pl/photo/!Struktura/.../Obrot.../Komunikat%20Plenarne.doc, 10.05.10 r.

¹⁰ Wskaźnik ten przyjmuje wartości od 0 do 100 – im wyższa jego wartość, tym bardziej dana osoba korzysta z płatności bezgotówkowych.

¹¹ D. Maison: Op. cit., stan na 10.05.2010 r.

¹² Na wskaźnik IZOB składają się takie czynniki jak: obawa przed bankami, nastawienie do nowych technologii, opory psychologiczne i zaufanie wobec banków.

¹³ Wskaźnik ten przyjmuje wartości od 0 do 100 – im większa wartość, tym większe zaufanie ma dana osoba do obrotu bezgotówkowego.

tanie z obrotu bezgotówkowego i zaufanie są zjawiskami częściowo rozłącznymi. Zgodnie z wynikami najwyższym zaufaniem do obrotu bezgotówkowego charakteryzują się osoby, które korzystają intensywnie z różnych form obrotu bezgotówkowego i posiadają wiedzę finansową.

Przedstawione wyniki świadczą o niskim poziomie korzystania z obrotu bezgotówkowego. Jednocześnie umożliwiły one identyfikację czynników sprzyjających i hamujących proces rozwoju płatności bezgotówkowych w polskim społeczeństwie, które powinny być brane pod uwagę w podejmowanych przez instytucje infrastruktury bankowej działaniach zmierzających do zintensyfikowania obrotu bezgotówkowego.

2. Działania promocyjne w zakresie rozwoju obrotu bezgotówkowego

Podstawową przyczyną promocji obrotu bezgotówkowego jest przede wszystkim przekonanie o korzyściach z niego wynikających. Najważniejsze zidentyfikowane korzyści płynące z popularyzacji obrotu bezgotówkowego przedstawia tabela 2.

Tabela 2

Korzyści z rozwoju obrotu bezgotówkowego

Dla rządu	Dla gospodarki	Dla sektora bankowego	Dla przedsiębiorstw i społeczeństwa
Ograniczenie szarej strefy poprzez możliwość kontrolowania transakcji	Większe dochody budżetu państwa i możliwość obniżenia podatków	Redukcja kosztów związanych z emisją i obsługą pieniądza gotówkowego	Wygoda i redukcja kosztów związana z obsługą gotówkową
Wzrost dochodów budżetowych z tytułu zwiększonych wpływów podatkowych z racji zmniejszenia szarej strefy	Obniżanie kosztów działalności sektora publicznego i szybszy cykl rozliczeniowy	Ograniczenie strat związanych z przestępstwami gotówkowymi	Oszczędność czasu i zwiększenie pewności otrzymania płatności (promocja zleceń obciążeniowych)
Spadek przestępczości	Zmniejszenie udziału pieniądza gotówkowego w podaży pieniądza	Możliwość poszerzenia akcji kredytowej ze względu na większą akcję depozytową	Zwiększenie bezpieczeństwa i ograniczenie ryzyka związanego z fałszywymi banknotami
	Wsparcie rozwoju gospodarczego kraju	Upowszechnianie różnorodnych usług bankowych, a co za tym idzie wzrost przychodów banków	Dodatkový dochód z tytułu zwiększonych środków posiadanych na rachunku

Źródło: Opracowanie na podstawie *Obrót bezgotówkowy – zalety i korzyści wynikające z jego upowszechnienia*. NBP, Warszawa, listopad 2008 r., http://www.nbp.pl/SystemPłatniczy/Obrot_bezgotowkowy/Obrot_bezgotowkowy_2008.pdf, s. 17-26, 13.05.10 r.

Wskazane w tabeli korzyści płynące z rozwoju obrotu bezgotówkowego wskazują na podstawowe zalety dla poszczególnych interesariuszy i nie wyczerpują pełnej listy. Stanowią one argument przemawiający za koniecznością intensywnej promocji płatności bezgotówkowych. Znaczna część z nich ma istotne znaczenie szczególnie w czasach trwania kryzysu finansowego i wychodzenia z niego gospodarki.

Można wymienić szereg działań podejmowanych w celu zwiększenia popularności obrotu bezgotówkowego. Doprowadziły one do stworzenia nowoczesnej i porównywalnej z najlepiej rozwiniętymi krajami UE infrastruktury systemu płatności w Polsce¹⁴. Na szczeblu krajowym są to przede wszystkim inicjatywy podejmowane przez NBP i ZBP. Jedną z pierwszych aktywności świadczącą o zwróceniu uwagi na tę problematykę było powołanie Rady ds. Systemu Płatniczego¹⁵.

Działania Rady ds. Systemu Płatniczego koncentrowały się w kolejnych latach na wspieraniu inicjatyw sektora bankowego, które mają zapewnić rozwój krajowego obrotu bezgotówkowego poprzez doskonalenie form obrotu elektronicznego i zwiększanie jego bezpieczeństwa. Początkowo były to inicjatywy przedakcesyjne podejmowane pod kątem dostosowania infrastruktury rozliczeniowej i rozrachunkowej do wymogów i standardów UE.

W 2006 roku pozytywnie zaopiniowane zostały propozycje KIR SA, dotyczące realizacji programu promocji obrotu bezgotówkowego. ZBP zgłosił propozycję umieszczenia promocji programu obrotu bezgotówkowego jako elementu programu Innowacyjna Gospodarka 2007-2013. Po raz pierwszy odbył się Kongres Gospodarki Elektronicznej, podczas którego dyskutowano m.in. na tematy związane z obrotem bezgotówkowym. Od tego roku rozpoczęto publikowanie porównania wybranych elementów polskiego systemu płatniczego z systemami innych krajów UE¹⁶.

W 2007 roku w ramach warsztatów na temat obrotu bezgotówkowego¹⁷ powstała diagnoza stanu obrotu bezgotówkowego w Polsce i w innych krajach UE. Wypracowane zostały także wstępne propozycje rozwiązań dla Polski, dotyczące wzrostu obrotu bezgotówkowego.

¹⁴ Obejmuje ona trzy systemy dla płatności wysokowotowych (SORBNET i SORBNET-EURO, TARGET2-NBP), dwa systemy dla płatności detalicznych (ELIXIR i EuroELIXIR) oraz trzy systemy płatności rozliczające transakcje kartami płatniczymi.

¹⁵ Uchwała nr 14/98 Zarządu NBP z dnia 10 czerwca 1998 r. w sprawie powołania przy Zarządzie NBP organu opiniotwórczo-doradczego o nazwie Rada ds. Systemu Płatniczego, M.P. 98.12.203.

¹⁶ Sprawozdanie z działalności Rady ds. Systemu Płatniczego w 2006 roku, http://www.nbp.pl/systemplatniczy/rada/sprawozdanie_2006.pdf, 13.05.10 r.

¹⁷ A. Tochmański: *Warsztaty dotyczące obrotu bezgotówkowego w Polsce i krajach Unii Europejskiej. Posiedzenie Koalicji na rzecz Obrotu Bezgotówkowego i Mikropłatności 29 maja 2008 r.*

Z inicjatywy ZBP powołana została Koalicja na rzecz Obrotu Bezgotówkowego i Mikropłatności. Została ona utworzona w celu promocji rozwoju i upowszechnienia elektronicznych instrumentów płatniczych i przyspieszenia elektronicznej gospodarki. Działania Koalicji obejmują opracowanie zmian w przepisach prawa oraz zaprojektowanie nowych przepisów mających na celu usunięcie barier prawnych i umożliwianie w jak największym stopniu dokonywania i akceptowania płatności w formie bezgotówkowej, zmierzając tym samym do stopniowego eliminowania z obrotu gotówki na rzecz instrumentów bezgotówkowych lub przynajmniej równoprawnego traktowania płatności gotówką i płatności z użyciem środków pieniężnych na rachunku bankowym¹⁸.

Za najważniejszy wniosek z przeprowadzonych warsztatów dotyczących obrotu bezgotówkowego w 2008 roku uznano potrzebę przygotowania i realizacji kilkuletniej strategii obrotu bezgotówkowego w Polsce. Wskazano Grupę Roboczą ds. Obrotu Bezgotówkowego, działającą przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego w Ministerstwie Finansów¹⁹, jako gremium do przedyskutowania strategii na szczeblu rządowym²⁰.

W 2009 roku opracowana została przez NBP, ZBP oraz Koalicję na rzecz Obrotu Bezgotówkowego i Mikropłatności Strategia rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce na lata 2009-2013. Została ona przyjęta przez Zarząd Związku Banków Polskich w dniu 16 stycznia 2009 roku, a następnie przez Zarząd Narodowego Banku Polskiego w dniu 19 lutego 2009 roku i obecnie funkcjonuje pod nazwą Programu rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce²¹.

Aktualnie prace NBP w ramach rządowego Programu rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce na lata 2010-2013²² koncentrują się na promowaniu

¹⁸ Por. K. Pietraszkiewicz: *Koalicja na rzecz obrotu bezgotówkowego i mikropłatności. Spotkanie inauguracyjne 11 kwietnia 2007 r.*, <http://www.zbp.pl/photo/alprez/pliki/3.1.2.1.4-kierunki-dzialania-koalicji.pdf>, 13.05.10 r.

¹⁹ RRRF została utworzona na mocy Zarządzenia nr 25 Ministra Finansów z dnia 14 września 2006 w sprawie utworzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego, Dz. Urz. Ministra Finansów nr 11, poz. 80, zm. Dz. Urz. Ministra Finansów nr 12, poz. 88.

²⁰ *Sprawozdanie z działalności Rady ds. Systemu Płatniczego w 2008 roku*, www.nbp.pl/systemplatniczy/rada/sprawozdanie_2008.pdf, 13.05.10 r.

²¹ Program składa się z części o charakterze teoretyczno-diagnostycznym obejmującej charakterystykę i diagnozę obrotu bezgotówkowego i gotówkowego w Polsce i w UE i analizę SWOT oraz części o charakterze strategicznym, składającej się z określenia wizji stanu obrotu bezgotówkowego w Polsce w 2013 roku, propozycji celów strategicznych, mapy Programu, 20 działań zmierzających do usunięcia barier ograniczających rozwój obrotu oraz system monitorowania i zarządzania realizacją Programu. *Program rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce na lata 2009-2013, lipiec 2009*, http://www.mf.gov.pl/files/bip/bip_projekty_aktow_prawnych/fi/projekt_z_dnia_30_lipca_2009r_program_rozwoju_obrotu_bezgotowkowego_w_polsce_na_lata_2009-2013.pdf, 13.05.10 r.

²² Szerzej: *Program rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce na lata 2010-2013*, http://www.mf.gov.pl/files/bip/bip_projekty_aktow_prawnych/fi/program_20100505.pdf, 14.05.10 r.

działań na rzecz zwiększenia wykorzystywania rachunków bankowych i bezgotówkowych instrumentów płatniczych oraz zmniejszenia kosztów bezgotówkowych usług płatniczych. NBP podejmuje też inicjatywy w zakresie pogłębienia wiedzy o obrocie bezgotówkowym, zwiększania zaufania do usług bankowych, a także udzielania wsparcia realizacji krajowych i międzynarodowych programów oraz projektów promujących obrót bezgotówkowy²³.

Podsumowanie

Dostępne analizy, raporty i statystyki świadczą o istnieniu dużego potencjału wzrostu płatności bezgotówkowych. Przestankami promowania rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce są czynniki o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym. Najbardziej istotną rolę wśród czynników o charakterze wewnętrznym stanowi przekonanie o korzyściach płynących z rozwoju obrotu bezgotówkowego dla państwa, gospodarki, sektora finansowego, przedsiębiorców i społeczeństwa w czasach kryzysu finansowego.

Podejmowane przez instytucje infrastruktury bankowej działania pozwoliły na zidentyfikowanie czynników zarówno sprzyjających, jak i hamujących proces rozwoju płatności bezgotówkowych w Polsce oraz skonstruowanie adekwatnych miar służących pomiarowi procesu upowszechniania płatności bezgotówkowych. Pozyskane informacje powinny stanowić podstawę do dalszych zintegrowanych i zintensyfikowanych inicjatyw podejmowanych przez instytucje infrastruktury międzybankowej. Obrót bezgotówkowy stanowi bowiem szansę wzmocnienia gospodarki w trakcie trwania kryzysu finansowego i niwelowania jego negatywnych skutków.

Literatura

ECB Statistical Data Warehouse, <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

Komunikat z VI Posiedzenia Plenarnego Koalicji na rzecz Obrotu Bezgotówkowego i Mikropłatności w dniu 7 kwietnia 2010 r., [www.zbp.pl/photo/!Struktura/.../Obrot.../Komunikat% 20Plenarne.doc](http://www.zbp.pl/photo/!Struktura/.../Obrot.../Komunikat%20Plenarne.doc)

²³ Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2010-2012, [www.nbp.pl/publikacje/ plan_dzialalnosci/plan_2010_2012.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/plan_dzialalnosci/plan_2010_2012.pdf), s. 11-12, 14.05.10 r. Por. A. Tochmański: *Plany działania Koalicji na rzecz Obrotu Bezgotówkowego i Mikropłatności w 2010 r.*, [http://www.zbp.pl/photo/koalicja/vi_plenary/ Program_na_2010_rok_prezentacja_Koalicja_7.pdf](http://www.zbp.pl/photo/koalicja/vi_plenary/Program_na_2010_rok_prezentacja_Koalicja_7.pdf), 14.05.10 r.

- Koźliński T.: *Porównanie wyników badań na temat ubankowienia Polaków przeprowadzonych przez Narodowy Bank Polski w 2006 i 2009 roku*. NBP, Warszawa, grudzień 2009 r.
- Maison D.: *Postawy Polaków wobec obrotu bezgotówkowego*. Warszawa, 15 marca 2010, http://www.nbp.pl/systemplatniczy/obrot_bezgotowkowy/postawypolakow_wobec_obrotu_bezgotowkowego_raport.pdf
- Obrót bezgotówkowy – zalety i korzyści wynikające z jego upowszechnienia*. NBP, Warszawa, listopad 2008 r., http://www.nbp.pl/SystemPlatniczy/Obrot_bezgotowkowy/Obrot_bezgotowkowy_2008.pdf
- Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w drugim półroczu 2009 r.*, marzec 2010 r., http://www.nbp.gov.pl/systemplatniczy/ocena/ocena2009_2.pdf
- Pietraszkiewicz K.: *Koalicja na rzecz obrotu bezgotówkowego i mikropłatności. Spotkanie inauguracyjne 11 kwietnia 2007 r.*, <http://www.zbp.pl/photo/alprez/pliki/3.1.2.1.4-kierunki-dzialania-koalicji.pdf>
- Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2010-2012*, www.nbp.pl/publikacje/plan_dzialalnosci/plan_2010_2012.pdf
- Plany działania Koalicji na rzecz Obrotu Bezgotówkowego i Mikropłatności w 2010 r.*, http://www.zbp.pl/photo/koalicja/vi_plenary/Program_na__2010_rok_prezentacja_Koalicja_7.pdf
- Program rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce na lata 2009-2013 (projekt)*, lipiec 2009, http://www.mf.gov.pl/_files_/bip/bip_projekty_aktow_prawnych/fi/projekt_z_dnia_30_lipca_2009_r_program_rozwoju_obrotu_bezgotowkowego_w_polsce_na_lata_2009-2013.pdf
- Program rozwoju obrotu bezgotówkowego w Polsce na lata 2010-2013*, http://www.mf.gov.pl/_files_/bip/bip_projekty_aktow_prawnych/fi/program_20100505.pdf
- Sprawozdanie z działalności Rady ds. Systemu Płatniczego w 2006 roku*, http://www.nbp.pl/systemplatniczy/rada/sprawozdanie_2006.pdf
- Sprawozdanie z działalności Rady ds. Systemu Płatniczego w 2008 roku*, www.nbp.pl/systemplatniczy/rada/sprawozdanie_2008.pdf
- Tochmański A., *Warsztaty dotyczące obrotu bezgotówkowego w Polsce i krajach Unii Europejskiej. Posiedzenie Koalicji na rzecz Obrotu Bezgotówkowego i Mikropłatności 29 maja 2008 r.*

Uchwała nr 14/98 Zarządu NBP z dnia 10 czerwca 1998 r. w sprawie powołania przy Zarządzie NBP organu opiniodawczo-doradczego o nazwie Rada ds. Systemu Płatniczego. M.P. 98.12.203.

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe. Dz.U. 2002, nr 72, poz. 665 ze zm.

Ustawa z dnia 12 września 2002 r. o elektronicznych instrumentach płatniczych. Dz.U. nr 169, poz. 1385, ze zm.

Zarządzenie nr 25 Ministra Finansów z dnia 14 września 2006 w sprawie utworzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego. Dz. Urz. Ministra Finansów nr 11, poz. 80, zm. Dz. Urz. Ministra Finansów nr 12, poz. 88.

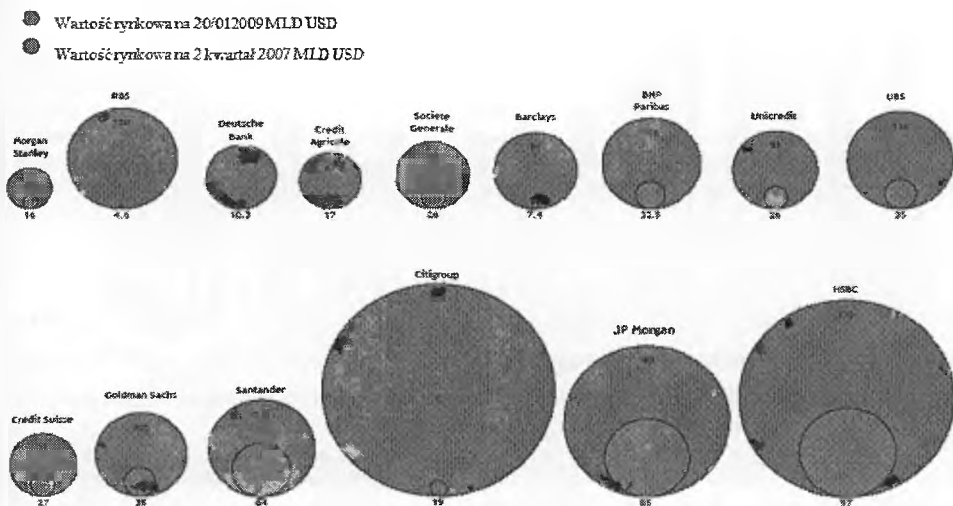
**PROMOTION OF THE DEVELOPMENT OF NON-CASH TRANSACTIONS
IN POLAND AS A FORM OF ECONOMIC STRENGTHENING
IN THE PERIOD OF CRISIS**

Summary

Although the modern payment forms have been known for almost 9 years in Poland, they have not become a payment instrument widely used in our country. The aim of this article is to underline the advantages of the development of non-cash transactions in the period of the global financial crisis. The paper describes the promotional activities concentrated on the implementation of the modern payment forms in Poland.

DOSTĘPNOŚĆ USŁUG BANKOWYCH DLA SEKTORA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W SYTUACJI SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO NA PRZYKŁADZIE BANKU BGŻ SA

Rezultatem kryzysu finansowego była drastyczna zmiana wartości wyceny największych banków – w wielu przypadkach większościowych udziałowców banków w Polsce (rysunek 1). Dobrym przykładem jest w tym przypadku Royal Bank of Scotland, który ponad dwa lata temu za 100 mld USD zakupił ABN AMRO Bank. Już w roku 2009 za kwotę tą mógłby nabyć Citibank, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Deutsche Bank, Barclays i nadal dysponowałby kwotą 8 mld USD.

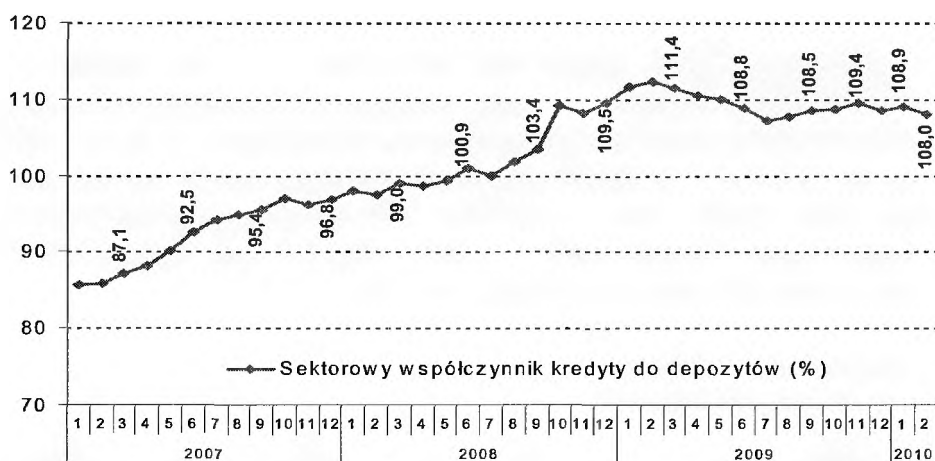


Rys. 1. Zmiana wyceny wybranych banków

Źródło: J.P. Morgan, Bloomberg, 20 stycznia 2009.

Celem niniejszego artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób zewnętrzne uwarunkowania, jak przykład powyżej, wpłynęły na stabilność polskiego sektora bankowego oraz czy przełożyło się to bezpośrednio na dostępność usług bankowych dla klientów.

Bezpośrednią implikacją zmian wycen banków dla krajowego rynku finansowego był kryzys zaufania, który przyczynił się w praktyce do zaniku aktywności banków na rynku międzybankowym. Banki, w obawie o kondycję konkurentów (a właściwie ich akcjonariuszy), drastycznie ograniczyły dostęp do depozytów, w szczególności o dłuższych terminach zapadalności. Równolegle złoty zaczął się osłabiać, co w kontekście znaczących ekspozycji kredytowych w EUR oraz CHF doprowadziło do szybkiego wzrostu wskaźnika kredyty do depozytów (rysunek 2).



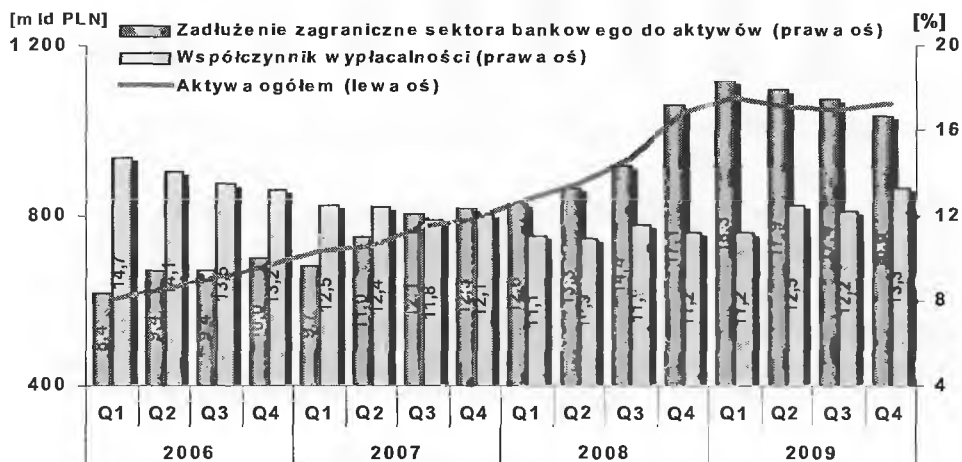
Rys. 2. Zmiana sektorowego wskaźnika kredyty/depozyty w Polsce (%)

Źródło: Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych, Bank BGŻ SA, marzec 2010.

Ograniczony dostęp do depozytów wraz z nagłym zjawiskiem luki płynności po silnej deprecjacji złotego, wspólnie z podwyższeniem ryzyka rynkowego, spowodował nagłe ograniczenie lub nawet wstrzymanie finansowania podmiotów gospodarczych przez większość banków.

Powstał zatem szereg wątpliwości, rzutujących na możliwość rozwoju akcji kredytowej. Kwestia podwyższonego ryzyka finansowania. Kwestia spadku współczynników wypłacalności – które w II kwartale 2008 roku, po upadku Banku Lehman Brothers, spadły w sektorze bankowym do poziomu 10,9% (rysunek 3). Wreszcie strukturalny problem związany z kryzysem płyn-

nościowym (wzrost współczynnika kredytów do depozytów do poziomu 111,4% w sektorze w tym samym okresie, co automatycznie wpłynęło na wzrost zagranicznego zadłużenia sektora bankowego). Należy przy tym pamiętać, iż na swojej drodze zmian kraje Europy Środkowo-Wschodniej uznały sektor małych i średnich przedsiębiorstw za kamień węgielny rozwijającej się gospodarki wolnorynkowej. Jako podstawę takiego podejścia przyjęto możliwość dywersyfikacji, ograniczony w stosunku do sektora korporacji wpływ sytuacji makroekonomicznej na produktywność, wzrost oraz politykę kadrową¹. Podejście to skorelowane było i jest z silnym nakierowaniem na rozwój współpracy firm z bankami w oparciu o kredytowanie. Tymczasem duża dostępność kredytów, połączona z łatwością refinansowania, doprowadziła do braku zbilansowania depozytów i kredytów w zakresie sektora firm w bankach – w samym tylko roku 2008 wolumen kredytowy dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Europie Środkowo-Wschodniej wzrósł o 60%. Spowolnienie gospodarcze przełożyło się na zaostrzenie polityki kredytowej, czego efektem było spowolnienie sprzedaży kredytów o 50% w pierwszej połowie 2009 roku. Powyższy czynnik w połączeniu z pogorszeniem jakości portfela kredytowego sektora bankowego spowodował nagły wzrost udziału należności nie-regularnych banków.



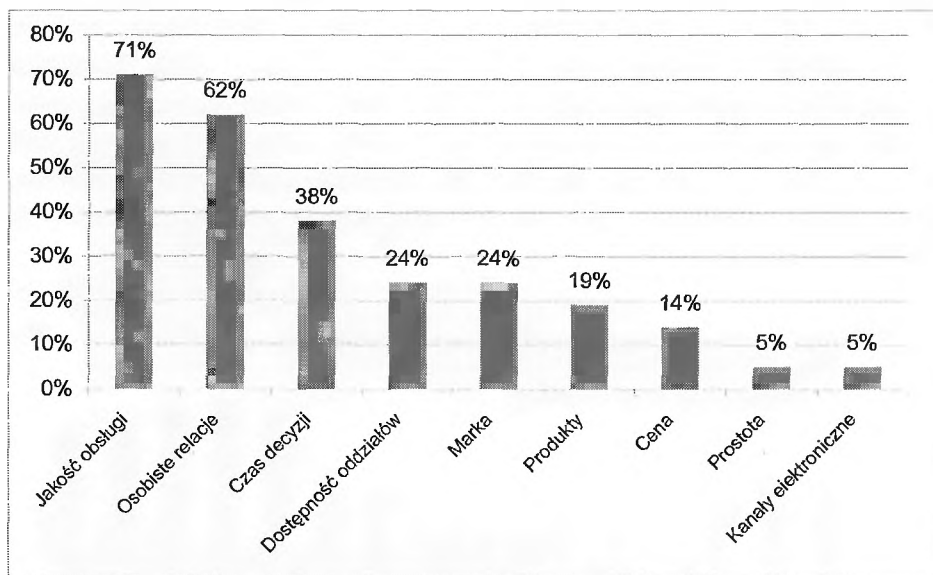
Rys. 3. Zmiana współczynników wypłacalności oraz wzrost zadłużenia zagranicznego polskiego sektora bankowego

Źródło: Ibid.

¹ H. Böschénbröcker: *A long-term health growth potential In CEE*. „Efmag” 2009, nr 222.

Spowolnienie gospodarcze miało jednak również pozytywny aspekt. Część banków kryzys uznała za szansę na umocnienie wizerunku jako silnego partnera w pogarszających się warunkach rynkowych.

W sytuacji pogarszającej się koniunktury głębokie zrozumienie potrzeb firmy, często zarządzanej przez właścicieli, osobiste relacje, jakość obsługi oraz czas decyzji mogą być czynnikami kluczowymi dla banku w osiąganiu przewagi konkurencyjnej (rysunek 4). Oczywiście w zapewnieniu efektywnego wsparcia firmy przez bank, kluczową rolę pełni możliwość finansowania, nie tylko w postaci tradycyjnego kredytu, lecz również w postaci form alternatywnych, nieangażujących kapitału banku, jak również niepogarszających współczynników płynności.



Rys. 4. Kluczowe czynniki sukcesu we współpracy banku oraz firm

Źródło: H. Böschendröcker: *A long-term health growth potential in CEE*. „Efmag” 2009, nr 222.

Bank BGŻ SA w sytuacji spowolnienia gospodarczego w kraju nie zrezygnował w żadnym momencie z finansowania podmiotów gospodarczych, wykorzystując sytuację do poprawy pozycji konkurencyjnej. Kluczowy jednak, z punktu widzenia wymienionych wyżej negatywnych zjawisk w sektorze, był rozwój oferty finansowania handlu oraz leasingu.

W przypadku finansowania handlu Bank wdrożył platformę internetową do obsługi transakcji faktoringowych eBGŻFaktor, która jest systemem infor-

matycznym, służącym zautomatyzowaniu procesu obsługi faktur składanych do wykupu w ramach umowy faktoringowej. System ten, oprócz funkcji informacyjnej (umożliwia bieżącą obserwację statusu wierzytelności) oraz raportowej, znacznie przyspiesza wypłatę finansowania wierzytelności, co okazało się szczególnie istotne w obliczu narastających zatorów płatniczych.

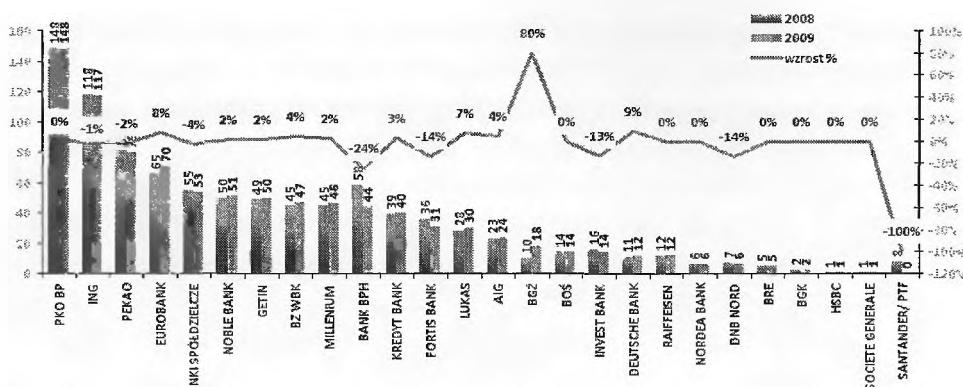
Kolejnym elementem ułatwień dla firm było uelastycznienie procedur w zakresie limitów koncentracji, w wyniku czego limit faktoringowy nie jest ściśle podzielony na dłużników. Warto też wspomnieć o innej, ważnej w czasie spowolnienia gospodarczego funkcjonalności, a mianowicie monitorowaniu niesolidnych dłużników przez bank. W 2009 roku w ramach świadczenia usług faktoringowych Bank BGŻ SA wykupił 75 491 faktur o łącznej wartości 1 mld 770,4 mln PLN.

W zakresie oferty leasingowej wdrożono nowy produkt – pożyczkę leasingową, która dzięki bardzo szybkiej procedurze okazała się dużym wsparciem w finansowaniu firm, w szczególności w przypadku finansowania postojowego, dla wykorzystywanych przez firmy funduszy UE. W przypadku niektórych programów operacyjnych umożliwia ona wejście w posiadanie przedmiotu leasingu przed posiadaniem przedmiotu dotacji. W roku 2009 wartość środków oddanych w leasing przez BGŻLeasing wyniosła 276,88 mln PLN i była o 112 mln PLN wyższa niż w roku 2008.

W przypadku obu obszarów Bank powołał też dodatkowych specjalistów ds. leasingu oraz finansowania handlu, którzy z jednej strony zapewniają wsparcie merytoryczne doradców klienta, a z drugiej na bieżąco doradzają klientom i pomagają optymalnie strukturyzować transakcje.

Tuż przed kryzysem sektor bankowy ogłosił plany otwarcia ponad 1500 oddziałów w latach 2008-2010. Rzeczywistość zweryfikowała jednak powyższe założenia (rysunek 5). Okres spowolnienia gospodarczego, poprzez spadek popytu na rynku nieruchomości, sprzyja równocześnie wdrażaniu planów rozwoju sieci oddziałów, co przekłada się bezpośrednio na lepszą dostępność produktów bankowych dla szerszej grupy klientów, w szczególności sektora małych i średnich przedsiębiorstw.

W roku 2008 oraz 2009 Bank otworzył 73 nowe oddziały, co stanowi wzrost liczby placówek o 23%, a ekspansja ta kontynuowana jest w bieżącym roku. Należy dodać, iż w sytuacji „wojny depozytowej”, która skutkuje wzrostem marż oferowanych klientom na rynku detalicznym oraz gwałtownym spadkiem rentowności produktów depozytowych z punktu widzenia banku, wszystkie te oddziały koncentrują się na finansowaniu podmiotów gospodarczych.



Rys. 5. Zmiana liczby placówek bankowych w latach 2008-2009 na przykładzie województwa śląskiego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Oddziału Okręgowego NBP w Katowicach.

Rabobank, jako większościowy akcjonariusz Banku BGŻ SA, cechuje wyjątkowa struktura własnościowa, która swymi korzeniami sięga zasad kas Raiffeisena. Tak jak w przypadku banków spółdzielczych, udziałowcami są klienci, którzy mają zagwarantowany wpływ na rozwój grupy. Takie podejście wpłynęło na stabilność grupy w czasie kryzysu. Stabilność, która w przeciwieństwie do innych banków nie wymagała wsparcia rządowego oraz w efekcie pozwoliła utrzymać rating na najwyższym możliwym poziomie AAA. Co ważniejsze, struktura spółdzielcza oznacza, iż w przeciwieństwie do pozostałych banków, ograniczone jest ryzyko wywierania wpływu przez akcjonariuszy na wzrost zysku. To olbrzymia przewaga konkurencyjna, która u swoich podstaw oznacza wspólny interes klientów oraz społeczności lokalnej².

Według Centrum Badań Marketingowych Indicator i Warszawskiego Instytutu Bankowości 6,5% dużych firm z sektora MSP wybiera obecnie współpracę z Bankiem BGŻ SA. Jest to 6. wynik w sektorze bankowym i stanowi duży wzrost w odniesieniu do okresu przed kryzysem finansowym. BGŻ Leasing odnotował w roku 2009 wzrost o 13 pozycji w rankingu spółek leasingowych. Powyższe wyniki oraz aspiracje Banku BGŻ bycia bankiem lokalnych społeczności stanowią potwierdzenie, iż w czasach spowolnienia gospodarczego możliwe jest zapewnienie wsparcia dla podmiotów gospodarczych poprzez rozwój oraz budowę pozycji konkurencyjnej banku. Co więcej, podejście to pozwala na budowę trwałej przewagi konkurencyjnej.

² P. Moerland: *The socially responsible banker*. „The Business Times Weekend”, 22-23 May 2010.

Literatura

Börschenbröker H.: *A long-term health growth potential In CEE*. „Efmag” 2009, nr 222.

Moerland P.: *The socially responsible banker*. „The Business Times Weekend”, 22-23 May 2010.

ACCES TO BANKING SERVICES AND PRODUCTS IN TIMES OF THE ECONOMIC SLOWDOWN ON THE EXAMPLE OF BANK BGŻ SA

Summary

This article presents the undertaken actions and their consequences for the offer of banking services and products addressed to the business entities on the example of Bank BGŻ SA. In times of the economic slowdown the main alternative to financing through the short-term or investment bank loans are forms of financing that do not engage the bank's capital and do not deteriorate liquidity ratios – such as: factoring and leasing. The economic slowdown, due to the demand decrease on the real estate market, enhances the implementation of plans for increasing the number of bank's branches. The development of branches network results in better access to banking products for all groups of customers including Small and Medium Size Enterprises. In conclusion – in times of the economic slowdown is it possible to support business entities through bank's development and building its competitive position.

PROGRAMY WSPARCIA RYNKÓW KREDYTÓW HIPOTECZNYCH W WARUNKACH KRYZYSOWYCH

Wprowadzenie

Celem artykułu było wskazanie i analiza warunków wykorzystania sposobów wsparcia rynków kredytów hipotecznych, które zostały wprowadzone w wybranych krajach w związku z kryzysem *subprime mortgage*¹. W warunkach polskich bezpośrednim programem wsparcia rynku kredytów hipotecznych stał się rządowy program dopłat do odsetek (wprowadzony pierwotnie w innym celu), a pośrednio ustawa z 12 lutego 2010 roku o rekapitalizacji niektórych instytucji finansowych². W badaniu zostały uwzględnione okoliczności wykorzystania poszczególnych form wsparcia rynku kredytowego wraz z próbą oceny adekwatności ich wykorzystania do zaistniałej sytuacji na rynku kredytowym, a także warunków efektywności finansowej i długoterminowej stabilności systemów finansowych z uwzględnieniem oddziaływania na ogólny koszt ryzyka kredytowego. Kluczowymi elementami oceny wydają się przy tym koszty bezpośrednie i pośrednie programów publicznego wsparcia, ich efektywność i celowość z punktu widzenia eliminowania zagrożeń kryzysowych, w tym przede wszystkim kompensowania czynników wzmagających zjawisko baniek spekulacyjnych i przewartościowania rynku nieruchomości. Ze względu na specyficzne ryzyko finansowania rynku nieruchomości, a jednocześnie duże społeczne znaczenie potrzeb mieszkaniowych, szczególnej wagi nabierają różnego rodzaju formy interwencji podmiotów publicznych w powyższym zakresie. Programy wsparcia mieszkalnictwa mogą jednak zwiększać dodatkowe ryzyko niestabilności rozwiązań instrumentalnych związanych

¹ Eskalacja kryzysu nastąpiła w latach 2007- 2008, ale jego konsekwencje wykraczają poza ten okres. Z uwagi na zakres pracy zaprezentowane zostaną rozwiązania amerykańskie i polskie.

² Ustawa z dnia 12 lutego 2010 roku o rekapitalizacji niektórych instytucji finansowych, Dz.U. nr 40, poz. 226.

z finansowaniem mieszkalnictwa, co w konsekwencji na zasadzie sprzężeń zwrotnych może stać się wręcz zarzewiem kryzysu w sferze finansowej i realnej gospodarki. Tego rodzaju czynnik ryzyka może dodatkowo pogarszać nieprzejrzystość i niedoskonałość systemu mieszkaniowego, sektora nieruchomości, co kolejno znów będzie wpływać na wzrost systemowego ryzyka sektora finansowego. Pozostawanie w takich okolicznościach w nierównowadze sektora finansowego i sfery realnej gospodarki mieszkaniowej w długim terminie może w konsekwencji doprowadzić do erozji instytucji systemu finansowego oraz pogłębiania zjawisk kryzysowych.

1. Pierwotne źródła kryzysu hipotecznego

Eskalacja zjawisk kryzysowych na rynku finansowym może być konsekwencją zaburzeń w sferze realnej lub sferze finansowej. W warunkach kryzysu tzw. *subprime mortgage* podkreślana jest odmiennność źródeł kryzysu w stosunku do kryzysów mających miejsce w historii. Geneza kryzysu finansowego związana jest bowiem nie tyle z pewną formą klasycznej nierównowagi rynkowej, ale raczej z błędami w systemach zarządzania ryzykiem finansowym, ze sposobami transferu ryzyka poprzez mechanizm sekurytyzacji aktywów finansowych (głównie kredytów hipotecznych, rysunek 1), a w konsekwencji z dynamiką rozprzestrzeniania kryzysu³. Wielkość rynku kredytów typu *subprime* poddawanych sekurytyzacji mogła sięgnąć 0,5 bln USD, co mogło stanowić 1/5 aktywów hipotecznych będących podstawą emisji papierów wartościowych⁴.

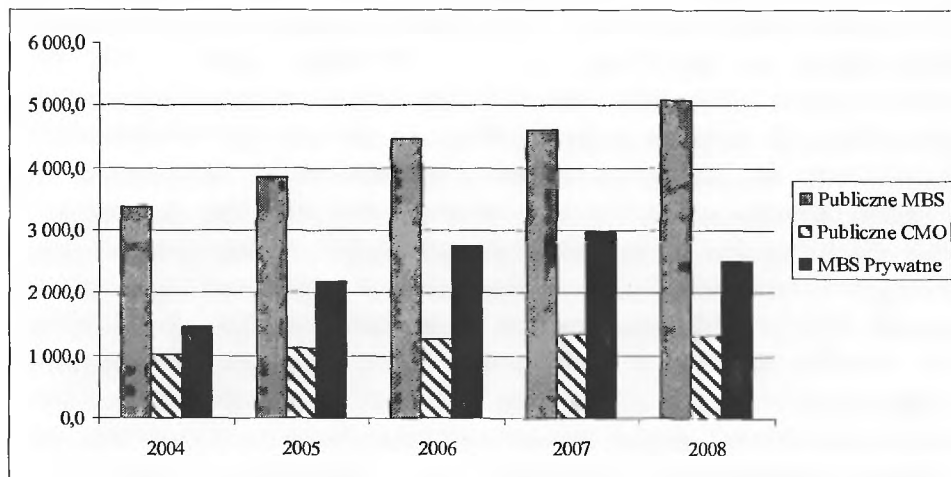
Za szczególną przyczynę kryzysu można było uznać nadmierną innowacyjność rynków finansowych, co jednak nie było przyczyną samą w sobie. Dużą innowacją rynkową było powszechne wykorzystanie pochodnych instrumentów kredytowych⁵, które w warunkach kryzysu internetowego w 2000 roku przyczyniły się do absorpcji ryzyka, w konsekwencji jednak doprowadziły do narastania ryzyka systemowego, które nie zostało uwzględnione, gdyż skupiono się na ryzyku kredytowym. Ta luka w postrzegającym i realnym ryzyku inwestycyjnym nabywców sekurytyzacyjnych papierów wartościowych doprowadziła w rezultacie do eskalacji największego kryzysu płynności systemu

³ Por. L. Pawłowicz: *Polska wobec wyzwań kryzysu finansowego*. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańska Akademia Bankowa, informacja prasowa.

⁴ I. Fender, M. Scheicher: *The pricing of subprime mortgage risk in good times and bad: evidence from the ABX.HE indices*. „BIS Working Papers” No 279 by Monetary and Economic Department, March 2009, s. 35.

⁵ Credit Default Swap, CDS.

finansowego od czasów Wielkiego Kryzysu⁶. Instytucjonalne przesłanki kryzysu mogły być więc bardziej związane z błędnym zastosowaniem metod oceny ryzyka lub obiektywnymi czynnikami natury gospodarczej. Do tych ostatnich zaliczyć należy przede wszystkim zbyt ekspansywną politykę pieniężną i mechanizm przenoszenia kapitału w ramach zjawiska *carry trade*, co dodatkowo przyczyniło się do rozprzestrzenienia skutków amerykańskiego kryzysu kredytowego.



Rys. 1. Wielkość pozostających w obrocie emisji hipotecznych papierów wartościowych, wyemitowanych w procesie sekurytyzacji, w latach genezy i eskalacji kryzysu rynku kredytów *subprime* (mld USD)

Źródło: Opracowanie na podstawie danych The Securities Industry and Financial Markets Association, www.sifma.org

Zaburzenie kanału kredytowego w gospodarce było spowodowane narastającą wielkością złych długów, które nie mogły być spłacone, a były one efektem ekspansji kredytowej powodowanej niskimi stopami procentowymi (od początku lat 90. ubiegłego wieku do 2007 roku wzrost był czterokrotny)⁷. Egzekucja długów hipotecznych ze względu na spadek wartości nieruchomości nie mogła być zapewniona, a straty zostały zwielokrotnione przez kredytowe instrumenty pochodne typu CDS⁸.

⁶ Por. A. Greenspan: *Era zawirowań*. Muza, Warszawa 2008, s. 415-419.

⁷ Na podstawie danych U.S. Census Bureau, <http://www.census.gov/compendia/statab/tables/09s1152.xls/>.

⁸ Por. B. Półtorak: *Czynniki kryzysu płynności na rynkach finansowych w 2007 roku*. W: *Rynek finansowy – Inspiracje z integracji europejskiej*. Red. P. Karpuś, J. Węclawski. Wydawnictwo UMCS, Lublin 2008, s. 21-27.

2. Reakcja systemowa i instytucjonalna na kryzys

Naturalnym efektem zakończenia nieruchomościowych baniek spekulacyjnych jest obniżenie cen nieruchomości, które związane jest z cyklem cenowym na rynku nieruchomości. Spadek cen powoduje jednak wzrost ryzyka kredytowego z powodu nadmiernego wzrostu przeciętnego wskaźnika LTV⁹. W modelu specjalistycznego finansowania hipotecznego np. w Niemczech, w Polsce, uwzględnia się odpowiednie ograniczenie relacji wartości kredytu do wartości nieruchomości, co zabezpiecza emitentów hipotecznych listów zastawnych przed tego rodzaju ryzykiem¹⁰. W Stanach Zjednoczonych normą stało się jednak przekredytowanie, gdyż wieloletnie wzrosty cen nieruchomości w efekcie nadmiernego popytu realnego, stymulowanego tanimi kredytami, doprowadziły do ogólnego przekonania, że inwestycje w instrumenty zabezpieczone hipotekami lub aktywami hipotecznymi nie mogą przynieść strat. Cykl cenowy zgodnie z teorią rynku nieruchomości nie został jednak wyeliminowany i w 2007 roku sygnalizowany spadek cen w Stanach Zjednoczonych sięgnął 24 proc.¹¹. Reakcja systemowa w przypadku kryzysu na rynku kredytów *subprime* zmierzała w takiej sytuacji do podtrzymania płynności rynków kredytowych, a więc związana była z większym zaangażowaniem środków publicznych w kreowanie popytu na rynku nieruchomości. W tym celu wykorzystany został mechanizm sekurytyzacji aktywów finansowych. Skup hipotecznych sekurytyzacyjnych papierów wartościowych, głównie tych o najwyższym ratingu (AAA), udzielanie gwarancji i zasileń kapitałowych przez agencje rządowe i Fundusz Rezerwy Federalnej miało na celu podtrzymanie płynności finansowej procesu kredytowego. Łącznie na realizację programu interwencji przeznaczono początkowo blisko 700 mld USD¹². Wielkość pomocy bezpośredniej na rynku hipotecznym nie wyczerpała zakresu interwencji na rynku finansowym. Przykładem kontynuowania aktywnej roli podmiotów publicznych na rynku finansowym stał się program inwestycyjny, który miał na celu włączenie w ramach partnerstwa inwestycyjnego podmiotów prywatnych¹³.

⁹ Loan to Value, LTV.

¹⁰ Por. B. Półtorak: *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*. Wyd. Cedewu, Warszawa 2007, s. 106.

¹¹ Firma Fitch Ratings informowała o możliwych spadkach cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych w 2005 roku. Por. R. Fox, G. Rawcliffe, D. Renwick: *Bank Systemic Risk Report – special report*. Fitch Ratings, New York 2009, s. 4.

¹² *The Troubled Asset Relief Program: Report on Transactions Through December, 31 2008*. Congressional Budget Office, Washington 01. 2009, s. 6.

¹³ *Treasury: Department Releases Details on Public Private Partnership Investment Program*. The United States Department of the Treasury, www.FinancialStability.gov, 23.03.2009.

W warunkach polskich z uwagi na brak segmentu kredytów typu *sub-prime* i dominację modelu bankowo zorientowanego podobna skala interwencji nie była konieczna. Istniał co prawda rządowy program dopłat do kredytów mieszkaniowych¹⁴, ale jego forma powodowała, że nie miał on wpływu na wzrost dostępności kredytów. Dla kredytów w ramach programu wymagana była bowiem taka sama zdolność kredytowa, jak dla kredytów komercyjnych, co oznaczało, że beneficjentami dopłat dzięki wyższym marżom były *de facto* banki, a nie kredytobiorcy. W taki ujęciu program „Rodzina na swoim” stał się ukrytą formą pomocy publicznej dla sektora bankowego i pozwoił na poprawę wyników finansowych banków w 2009 roku. Inną formą wsparcia było dofinansowanie spłaty kredytu, z którego w skali całego 2009 roku skorzystało jedynie kilkaset osób, co oznacza, że konstrukcja tego rozwiązania nie była prawidłowa, dużo bardziej efektywne okazały się komercyjne ubezpieczenia kredytów¹⁵. W takich okolicznościach programy interwencyjne w Polsce nie miały większego praktycznego uzasadnienia dla poprawy kondycji rynku hipotecznego, a efektywność rozwiązań systemowych i wydatkowania publicznych środków na ten cel należałoby ocenić nisko w kontekście skutków kryzysu finansowego¹⁶.

Z uwagi natomiast na relatywnie niski poziom rozwoju rynku kredytowego i nierównowagę terminową, a jednocześnie walutową struktury aktywów i pasywów sektora bankowego, w niektórych bankach konieczne stało się wprowadzenie programów naprawczych. Na przełomie 2008 i 2009 roku widoczny stał się znaczący wzrost wartości odpisów w bankach z tytułu kredytów straconych (rysunek 2).

Wobec takich zjawisk polski nadzór finansowy zdecydował się na rozszerzeniem kategorii funduszy własnych banków. Do funduszy własnych zaliczone zostały obligacje zamienne i obligacje długoterminowe nominowane w złotych, euro, dolarze amerykańskim lub franku szwajcarskim. Obligacje zamienne mogą być zaliczone do funduszy podstawowych, zgodnie ze szczegółowymi warunkami emisji określonymi w uchwale Komisji Nadzoru Finansowego¹⁷. Obligacje długoterminowe mogą być zaliczone do funduszy podstawowych, jeżeli zgodnie z warunkami emisji wykup obligacji przed terminem

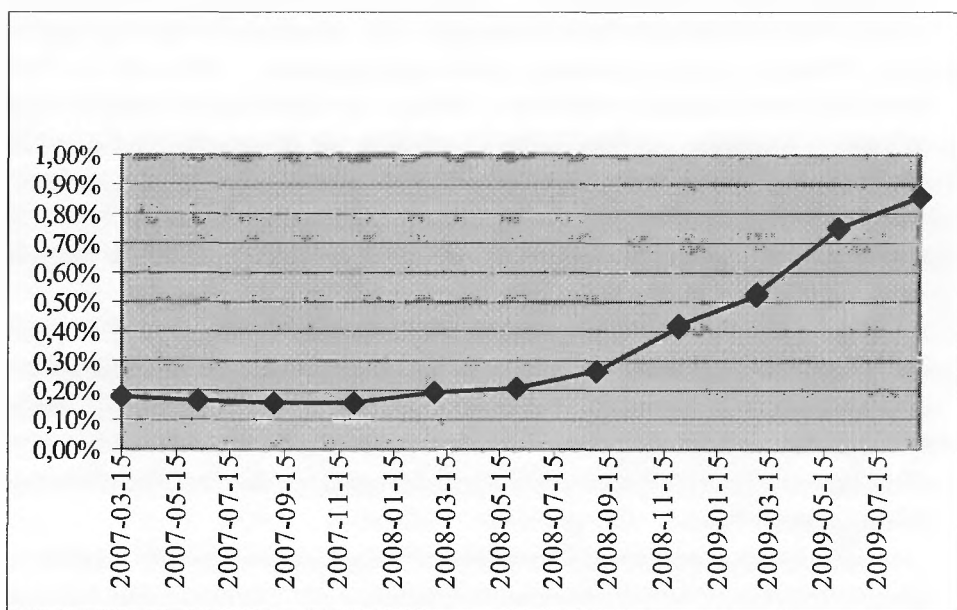
¹⁴ Rządowy program „Rodzina na swoim” w 2009 roku obejmował blisko 15 proc. nowych umów kredytowych. Por. *Ogólnopolski Raport o Kredytach Mieszkaniowych i Cenach Transakcyjnych Nieruchomości*. Związek Banków Polskich, Warszawa, marzec 2010, s. 7.

¹⁵ Por. B. Półtorak: *Dopłaty do spłaty kredytów hipotecznych*. www.bankier.pl

¹⁶ Por. B. Półtorak: *Zamiast ulubieńca franka, może kredyt w euro*, www.bankier.pl

¹⁷ Uchwała nr 314/2009 w sprawie innych pozycji bilansu banku zaliczanych do funduszy podstawowych banku, ich wysokości, zakresu i warunków ich zaliczania do funduszy podstawowych banku. Dz.U. Komisji Nadzoru Finansowego z 14 października 2009 r.

jest możliwy jedynie za zgodą Komisji Nadzoru Finansowego, ale nie wcześniej niż po upływie 10 lat od daty zamknięcia emisji, a także jeżeli przemawia za tym szczególny interes ekonomiczny banku, określony w warunkach emisji. Dodatkowym rozwiązaniem systemowym, jako uzupełnienie sposobów przewidzianych ustawą Prawo bankowe¹⁸, było uchwalenie ustawy o rekaptalizacji¹⁹, która określiła warunki i tryb udzielania gwarancji zwiększających fundusze własne instytucji finansowych. Ustawa wprowadziła również możliwość – w uzasadnionych przypadkach – przejmowania instytucji finansowych przez Skarb Państwa.



Rys. 2. Relacja odpisów netto z tytułu utraty wartości kredytów do aktywów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego, www.nbp.pl

Podsumowanie

W warunkach kryzysu finansowego w latach 2007-2008 poprzez podtrzymanie procesu sekurytyzacji kredytów hipotecznych i skup istniejących

¹⁸ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku Prawo bankowe. Dz.U. 2002, nr 72, poz. 665, z późn. zm.

¹⁹ Ustawa z dnia 12 lutego 2010 roku o rekaptalizacji niektórych instytucji finansowych. Dz.U. nr 40, poz. 226.

hipotecznych obligacji sekurytyzacyjnych MBS władze amerykańskie mogły wygenerować na rynku kredytowym środki o wartości blisko 1 bln USD. Pobudzanie rynku sekurytyzacyjnych papierów wartościowych miałoby więc w konsekwencji podtrzymać procesy kredytowania gospodarstw domowych i firm²⁰. Nie byłoby to jednak możliwe, gdyby nie substytucja finansowania wewnętrznego poprzez źródła zewnętrzne w zakresie finansowania amerykańskiego długu publicznego, który został powiększony o przejęte przez organy publiczne zobowiązania z tytułu wyemitowanych hipotecznych papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami.

Podejmowanie interwencji środkami publicznymi miało na celu podtrzymanie procesów kredytowych i utrzymanie wartości zabezpieczeń hipotecznych. W efekcie nastąpiła transmisja zasileń finansowych z sektora publicznego do sektora prywatnego, co doprowadziło do eskalacji zadłużenia publicznego. Zmiana modelu sekurytyzacji z prywatnego na publiczny poprzez emisję skarbowych papierów wartościowych pozwala na obniżenie kosztów finansowania, ale w perspektywie może powodować erozję całego systemu finansowego, szczególnie sposobów i systemów oceny ryzyka, w tym ratingu²¹. Wykorzystanie do stabilizacji zasileń finansowania rynków nieruchomości w trybie bezpośrednim środków publicznych może skutkować wzrostem ryzyka systemowego. W warunkach amerykańskiego kryzysu finansowego w latach 2007-2008 podjęte zostały działania zmierzające do odbudowania popytu na rynku nieruchomości poprzez ekspansję pieniężną. Wydaje się więc, że o ile amerykański sektor finansowy dzięki temu mógł osiągnąć chwilową równowagę, to skutki kryzysu będą odczuwalne na globalnych rynkach finansowych. Banki europejskie jeszcze przez wiele lat po 2008 roku będą najprawdopodobniej borykać się z problemem strat i rezerw będących skutkiem amerykańskiego boomu kredytowego *subprime mortgage* oraz pogarszaniem ocen ratingowych, a być może kolejną fazą kryzysu finansowego²².

Efektywność i skuteczność przedstawionych instrumentów nie może być wobec powyższych argumentów oceniona pozytywnie z uwagi na negatywne długookresowe skutki interwencji dla stabilności całego sektora finansowego. W pracy przedstawiono wybrane programy wsparcia lub interwencji w rynek

²⁰ *The Consumer and Business Lending Initiative*. The United States Department of the Treasury, www.FinancialStability.gov, 03.03.2009.

²¹ Por. B. Półtorak: *Wykorzystanie sekurytyzacji dla interwencji w utrzymaniu płynności rynku kredytowego*. W: *Rynek finansowy w erze zawirowań*. Red. P. Karpus, J. Węclawski. Wydawnictwo UMCS, Lublin 2009, s. 379.

²² Por. *Outlook for Major European Banks in 2008 – More Stormy Waters Ahead*. Fitch Ratings, New York 2007, s. 2.

kredytowy, ze szczególnym uwzględnieniem rozwiązań amerykańskich i polskich.

Bibliografia

- Fender I., Scheicher M.: *The pricing of subprime mortgage risk in good times and bad: evidence from the ABX.HE indices*. „BIS Working Papers” No 279 by Monetary and Economic Department, March 2009, s. 35.
- Fox R., Rawcliffe G., Renwick D.: *Bank Systemic Risk Report – special report*. Fitch Ratings, New York 2009.
- Greenspan A.: *Era zawirowań*. Muza, Warszawa 2008.
- Pawłowicz L.: *Polska wobec wyzwań kryzysu finansowego*. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2008.
- Półtorak B.: *Czynniki kryzysu płynności na rynkach finansowych w 2007 roku*. W: *Rynek finansowy – Inspiracje z integracji europejskiej*. Red. P. Karpuś, J. Węclawski. Wydawnictwo UMCS, Lublin 2008.
- Półtorak B.: *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*. Wyd. Cedewu, Warszawa 2007.
- Półtorak B.: *Wykorzystanie sekurytyzacji dla interwencji w utrzymaniu płynności rynku kredytowego*. W: *Rynek finansowy w erze zawirowań*. Red. P. Karpuś, J. Węclawski. Wydawnictwo UMCS, Lublin 2009.
- The Consumer and Business Lending Initiative*. The United States Department of the Treasury, www.FinancialStability.gov, 03.03.2009.
- The Troubled Asset Relief Program: Report on Transactions Through December, 31 2008*. Congressional Budget Office, Washington 01. 2009.
- Treasury Department Releases Details on Public Private Partnership Investment Program*. The United States Department of the Treasury, www.FinancialStability.gov, 23.03.2009.

REAL ESTATE MARKET SUPPORT PROGRAMMES IN TERMS OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Summary

The main goal of the article is a presentation of the consequences of global financial crisis (2007-2008). The author has analysed the methods of real estate market support which were launched in the chosen countries during the crisis, including various specific environments and determinants. There were programmes that contributed to the improvement of the health of financial subjects through removal of legacy assets from their balance sheets and to increase the market liquidity for these securities. The article has contained also an evaluation of these instruments.

BANK CENTRALNY PODMIOTEM WSPOMAGAJĄCYM GOSPODARKE W DOBIE KRYZYSU

Wprowadzenie

Spadek aktywności rynku międzybankowego, wzajemna utrata zaufania do partnerów rynkowych wymusiły konieczność zastosowania nowych rozwiązań i korzystania z niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej. Niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, określane też jako *quantitative easing*, nie stanowią „rewolucji” w zakresie metod wykorzystywanych przez banki centralne. Pojęcie „niestandardowe instrumenty” polityki monetarnej nie oznacza całkowicie nowych narzędzi władzy pieniężnej, wykreowanych specjalnie w odpowiedzi na kryzys finansowy, najsilniej odczuwany w sektorze bankowym. Należy przez nie rozumieć różne od klasycznie stosowanych sposoby wykorzystania istniejących instrumentów polityki pieniężnej. Odmienność posilkowania się znanymi dotąd instrumentami polityki pieniężnej w warunkach kryzysu finansowego przejawia się w różnych formach. Są to najczęściej: zwiększanie elastyczności działania instrumentów, ułatwienia dostępu do określonych narzędzi, łagodzenie kryteriów umożliwiających wykorzystanie instrumentów, zacieśnienie współpracy pomiędzy różnymi uczestnikami rynku (nie tylko finansowego), rozszerzenie dostępu do odpowiednich procedur podmiotom, które nie mogły dotąd korzystać z określonych instrumentów (np. banki spółdzielcze), poszerzenie palety papierów wartościowych, stanowiących zabezpieczenie transakcji między bankiem centralnym a podmiotami finansowymi i niefinansowymi, zawieranie nowych form transakcji (np. FX-swap), wydłużenie terminów dokonywania transakcji.

1. Niestandardowe instrumenty w polityce pieniężnej banków centralnych w latach 2008-2010

Tabela 1 zawiera zestawienie rodzajów polityki bilansowej i systematykę możliwych form „nietypowego” oddziaływania banków centralnych w dobie kryzysu. W opracowaniu przedstawiono działania podjęte przez banki centralne wybranych państw członkowskich Unii Europejskiej, pochodzących z Europy Środkowej. Scharakteryzowano doświadczenia i zachowania czterech banków centralnych – NBP, CNB, MNB i BNR. Przesłanką doboru tych, a nie innych, banków centralnych do analizy był fakt, iż wszystkie stosowały w praktyce jednolitą strategię polityki pieniężnej, tzn. strategię BCI (*direct inflation targeting*) przy płynnym kursie walutowym. Spośród nowych państw członkowskich Unii Europejskiej, pochodzących z Europy Wschodniej bądź Południowej, nie uwzględniono w rozważaniach państw nadbałtyckich i Bułgarii, z racji realizacji strategii kursu walutowego lub zarządu walutą. Należy podkreślić, że sytuacja na rynkach finansowych badanych krajów nie była jednakowa, dlatego też niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, wdrażane przez rozpatrywane cztery banki centralne z Europy Środkowej, były stosowane w różnej gamie i z różną siłą. Wykorzystanie tych nietypowych narzędzi polityki pieniężnej obejmowało zarówno podmioty rynku międzybankowego, jak i rynku niebankowych instytucji kredytowych. Ponadto niestandardowe instrumenty mogły mieć zastosowanie w różnych płaszczyznach polityki bilansowej, generalnie realizowanych przez współczesne banki centralne. Wśród tych płaszczyzn wyróżnia się: politykę kredytową, politykę zarządzania zadłużeniem, politykę rezerw bankowych i politykę kursową.

Analizując informacje z tabeli 1 można stwierdzić, że w warunkach ostatniego kryzysu finansowego banki centralne przywiązywały największą wagę do wdrożenia niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, związanych z polityką kredytową.

Jednocześnie nasuwa się też wyraźne spostrzeżenie, że proponowany ich zakres w polityce kredytowej jest najbardziej rozbudowany. Tak więc w praktyce banki centralne z państw Europy Środkowej, należących do Unii Europejskiej, w dominującym stopniu wykorzystywały narzędzia kształtujące warunki kredytowania podmiotów finansowych (i niefinansowych). Stopień zaangażowania w ich stosowanie wśród badanych banków był zróżnicowany.

Tabela 1

Instrumenty polityki pieniężnej w warunkach kryzysu finansowego

Rodzaje polityki bilansowej	Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej banku centralnego	NBP	CNB	MNB	BNR
Polityka kredytowa	Wpływ na rynek międzybankowy				
	Przedterminowy wykup papierów skarbowych z portfeli banków	•		•	
	Zastosowanie niestandardowych operacji długoterminowych	•	•	•	
	Rozszerzenie listy uznawanych zabezpieczeń	•	•	•	
	Rozszerzenie listy partnerów transakcji	•	•		
	Transakcje FX-swap pomiędzy bankami centralnymi (linie)	•		•	
	Wprowadzenie lub złagodzenie warunków zaciągania pożyczek pod zastaw papierów wartościowych	•		•	
	Wpływ na rynek niebankowych instytucji kredytowych				
	Papiery komercyjne (CP) (finansowanie/zakup/zabezpieczenie)				
	Asset Backed Securities (ABS) (finansowanie/zakup/zabezpieczenie)				
	Obligacje korporacyjne (finansowanie /zakup/zabezpieczenie)	•			
	Achat des autres valeurs	•		•	
Polityka zarządzania zadłużeniem	Nabycie obligacji rządowych			•	
Polityka rezerw bankowych	Docelowa wartość rezerw banków	•		•	•
Polityka kursu walutowego	Nabycie papierów wartościowych denominowanych w walutach obcych				

Legenda: CNB – Bank Centralny Republiki Czeskiej, MNB – Węgierski Bank Centralny, BNR – Narodowy Bank Rumunii.

Źródło: Na podstawie C. Borjo, P. Disyatat: *Unconventional monetary policies: an appraisal*. „BIS Working Papers” 292, November 2009.

2. Zmiany w realizacji polityki kredytowej

W przypadku pierwszej formy oddziaływania na politykę kredytową – tzn. **zmiany korytarza wahań stopy procentowej lub przedterminowego wykupu papierów skarbowych z portfeli banków** – należy podkreślić, że NBP nie realizował przedterminowego ich wykupu. Jednak podjął zbliżone działanie, ponieważ **wykupił własne obligacje**, ulokowane w polskim sektorze bankowym (po obniżce stopy rezerwy obowiązkowej w 2002 roku), przed terminem ich zapadalności. Sytuacja ta miała miejsce 22 stycznia 2009 roku. NBP nabył wówczas obligacje o wartości 8,2 mld PLN wraz z odsetkami. Z kolei dnia 22 października 2008 roku Węgierski Bank Centralny zawęził korytarz stopy procentowej wokół głównej stopy banku centralnego z ± 100 p.b. do ± 50 p.b. Działanie to zostało podjęte w celu podtrzymania płynności instytucji kredytowych. Natomiast 6 maja Rada Banku Centralnego Rumunii zdecydowała o utworzeniu symetrycznego korytarza wokół stopy banku centralnego, określonej przez stopę operacji kredytowo-depozytowych i zawężono go do ± 4 p.p. Ta decyzja miała na celu skonsolidowanie roli sygnalizującej kierunek zmian polityki pieniężnej BNR i obniżenie zmienności stóp na rynku międzybankowym.

Biorąc pod uwagę drugą formę oddziaływania na politykę kredytową – **wykorzystanie niestandardowych operacji długoterminowych** – Narodowy Bank Polski wprowadził operacje zasilające płynność sektora bankowego – typu repo do 3 miesięcy. Zostały one wdrożone z końcem 2008 roku, natomiast w kwietniu 2009 przedłużono je do 6 miesięcy. Ostatecznie we wrześniu 2009 roku NBP zaproponował operacje repo 12-miesięczne. W przypadku Narodowego Banku Czech począwszy od 15 października zainicjowano operacje repo 2-tygodniowe. Aby zasiłić płynność sektora bankowego wprowadził on również od 26 listopada 2008 roku operacje repo o terminie 3 miesięcy. Zabezpieczeniem tych transakcji były bony skarbowe. Częstotliwość tych operacji była duża – 3 razy w tygodniu. W drugim kwartale 2009 roku czeski sektor bankowy stracił zainteresowanie zasilaniem, mimo że spready na rynku pozostały wysokie. Operacje zasilające są nadal oferowane przez CNB, co wyraża się w propozycjach aukcyjnych tego banku.

Począwszy od 21 października 2008 roku Węgierski Bank Narodowy wprowadził operacje kredytowe 6-miesięczne, o zmiennej stopie procentowej, realizowane co tydzień. Do 2 lutego pozostawały one do dyspozycji Głównych Dealerów Agencji Zarządzania Długiem. W dalszym okresie – wszystkie węgierskie instytucje kredytowe zostały dopuszczone do korzystania z tych

operacji. Oprócz wspomnianych operacji od 21 października 2008 roku wprowadzono na Węgrzech także 2-tygodniowe kredytowe operacje banku centralnego, realizowane każdego tygodnia. Natomiast Bank Centralny Rumunii zdecydował o skróceniu w 2009 roku miesięcznych operacji otwartego rynku do tygodniowych. Ta zmiana nie tyle była konsekwencją kryzysu finansowego, ile wynikała z potrzeby harmonizacji operacji w ramach rumuńskiej polityki pieniężnej. Analizując podjęte działania należy stwierdzić, że banki centralne zareagowały relatywnie szybko na oznaki kryzysu.

Jeśli chodzi o **rozszerzenie listy zabezpieczeń** przyjmowanych przez badane banki, to z wyjątkiem BNR – wszystkie z nich wykorzystwały tę możliwość ułatwień we wzajemnych transakcjach z sektorem finansowym i niefinansowym. NBP zaaprobował na liście uznawanych zabezpieczeń bony skarbowe denominowane w euro, obligacje korporacyjne, papiery dłużne zarejestrowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych, a także papiery wartościowe z kuponem zapadającym w trakcie operacji. Wspomniane rozszerzenie listy zabezpieczeń dokonywane było stopniowo, dzięki monitorowaniu trudności występujących na rynku międzybankowym w okresie 2008-2009. We wrześniu 2009 roku na Międzynarodowym Forum Ekonomicznym w Krynicy prezes NBP zaproponował uwzględnienie jako zabezpieczeń – obligacji banków spółdzielczych, gwarantowanych przez Skarb Państwa (nie jest to wszakże usankcjonowane prawnie). Czeski Bank Narodowy – w celu ożywienia wtórnego rynku papierów wartościowych – obok bonów skarbowych i pieniężnych postanowił akceptować też obligacje skarbowe. Z kolei stopniowe poszerzanie akceptowanych aktywów finansowych zapoczątkował Węgierski Bank Centralny 28 października 2008 roku. Dopuścił papiery wartościowe o ratingu „BBB-”. Od 20 lutego 2009 roku zaczęto akceptować także bony jednostek samorządu terytorialnego denominowane w forintach, euro i frankach szwajcarskich.

Do elementów wspomagania polityki kredytowej banków centralnych należy zaliczyć także **rozszerzenie listy partnerów transakcji**, podjęte przez NBP i CNB¹. W Polsce określono nową listę banków uprawnionych do pełnienia funkcji dealera rynku pieniężnego², a także – ze względu na spory potencjał wolnych rezerw, będący w posiadaniu banków spółdzielczych, wynikający z przewagi depozytów nad udzielonymi przez nie kredytami – dopuszczono do

¹ *Inflation Report*, 1/2009, CNB, Prague 2009, s. 11.

² W stosunku do lat 2007-2008 lista banków – dealerów rynku pieniężnego – została poszerzona w latach 2009-2010 z 13 do 16.

operacji repo (zakup przez NBP obligacji emitowanych przez banki spółdzielcze)³.

Gdy chodzi o **transakcje dotyczące FX-swap** – w badanych krajach sytuacja nie była jednakowa. W Rumunii i Czechach transakcje te realizowane były między bankami centralnymi tych krajów a ich bankami komercyjnymi. Inna sytuacja występowała w Polsce i na Węgrzech. Oba banki centralne zawierały transakcje z innymi bankami centralnymi w Europie, głównie z EBC i ze Szwajcarskim Bankiem Centralnym, wykorzystując linie swapowe. NBP zawierał transakcje dotyczące euro, franków szwajcarskich i dolarów. Skala zasilenia nie była zbyt wielka, gdyż w kwietniu 2009 roku banki komercyjne zostały zasilone kwotą 1,8 mld PLN. Ponadto polski bank centralny aktywizował też operacje swapowe – wydłużając je z 1 tygodnia do miesiąca. Na Węgrzech bank centralny wprowadził dwa typy transakcji *overnight* FX-swap: pierwszą – dostarczając płynności w euro i w forintach, realizowaną za pomocą przetargów (13 października) i drugą – dostarczając płynność w euro, za pomocą operacji kredytowo-depozytowych (16 października 2008 roku) – dostępnych codziennie.

Złagodzenie warunków zaciągania pożyczek w banku centralnym pod zastaw papierów wartościowych. Na Węgrzech dotyczyło to obniżenia ratingów wymaganych od walorów przekazywanych pod zastaw. W Rumunii wprowadzono nowy kierunek operacji, z absorbujących do mających charakter zasilający. W Polsce obniżono redukcję wartości poziomu zabezpieczeń z 80 do 85%. Ponadto zwieszono częstotliwość operacji otwartego rynku. CNB ustalił *haircut* na poziomie 2% dla not skarbowych i not CNB; dla innych walorów określono redukcję wartości zabezpieczeń na poziomie 4% począwszy od 15 października 2008 roku.

NBP jako jedyny – zaakceptował w transakcjach (finansowania/zakupu/zabezpieczenia) obligacje korporacyjne, choć jak na razie nie wdrożył tego do praktyki. Z drugiej strony – od stycznia 2010 roku funkcjonuje nowy instrument, jakim jest kredyt wekslowy, polegający na przyjmowaniu przez NBP do dyskonta od banków – weksli wystawionych przez przedsiębiorstwa w związku z otrzymanym kredytem. Jego wdrożenie wymagało od RPP decyzji dotyczącej wyznaczenia nowej stopy banku centralnego i zmian w założeniach polityki pieniężnej. Stopa dyskontowa została ustalona na poziomie 4,00% w skali rocznej.

³ *Potrzebne wzmocnienie*, dokument internetowy NBP z 13.08.2009 r.

3. Wpływ na inne rodzaje polityki

W pozostałych dziedzinach działalność banków centralnych nie jest specjalnie rozwinięta i nie ulegała większym przeobrażeniom z powodu kryzysu. W zakresie **polityki zarządzania zadłużeniem** NBP zorganizował rynek pierwotny obligacji skarbowych dla banków oraz wtórny dla bonów skarbowych. Pomoc przekazana bankom przez NBP na rzecz stabilizowania płynności wyniosła 21,5 mld PLN. Na Węgrzech MNB zakupił papiery skarbowe za kwotę 243 bln forintów od 17 października 2008, co poprawiło płynność sektora bankowego. W odniesieniu do **polityki rezerw** należy podkreślić, że wszystkie badane banki centralne obniżyły stopy rezerwy obowiązkowej⁴. Na Węgrzech 24 listopada 2008 roku obniżono tę stopę z 5 do 2%, w Polsce w maju 2009 roku z 3,5 do 3%, w Rumunii 24 lipca 2009 roku z 18 na 15% wobec depozytów krajowych i od 24 listopada 2009 roku z 30 na 25% wobec depozytów walutowych.

Podsumowanie

Reakcje badanych banków centralnych na kryzys finansowy były zróżnicowane co do siły i wachlarza instrumentów. NBP zasilił sektor bankowy płynnością w wysokości 21,5 mld PLN⁵. Równie silnie angażował się MNB. Oba banki centralne używały wielu nietypowych narzędzi. Słabszą reakcją charakteryzowały się banki centralne Czech i Rumunii.

Literatura

Annual Report 2008. CNB, Prague 2009.

Annual Report 2008. MNB, Budapest 2009.

Borio C., Disyatat P.: *Unconventional monetary policies: an appraisal*. „IS Working Papers” No. 292, November 2009.

Facilities and measures taken by MNB. MNB, Budapest 2010.

Government Emergency Ordinance No. 129 of 14 October 2008.

⁴ CNB nie obniżył stopy rezerwy, ponieważ jest ona już niska (2%) od 2004 r.

⁵ S. Skrzypek: *Walczymy samotnie. Liczymy na wsparcie*. „Forbes” 2009, nr 9.

Inflation Report 1/2009. CNB, Prague 2009.

Inflation Report 4/2009. CNB, Prague 2010.

Petrovic A., Tutsch R.: *National rescue measures in response to the current crisis*. „Legal Working Paper Series ECB”, No. 8/July 2009.

Potrzebne wzmocnienie, dokument internetowy NBP z 13 sierpnia 2009.

Skrzypek S.: *Walczymy samotnie. Liczymy na wsparcie*. „Forbes” 2009, nr 9.

CENTRAL BANK AS A SUBJECT OF SUPPORT FOR ECONOMY DURING CRISIS

Summary

In conditions of crisis central bank has become a subject which made an attempt to have an influence on economy by creating and improving activity of banks and enterprises. Supporting activity, as well as stimulating banking sector and non-financial one became a new function of central bank activity, due to interbank market inefficiency which activity decreased during crisis. The decline of this activity, mutual loss of trust to market partners caused necessity for using the new solutions and unconventional instruments of monetary policy. The article presents different, “atypical” tools which have been used by central banks of the chosen countries from Central Europe which are members of the European Union. Besides, it shows experience of those countries’ in this particular area. The analysis has been made for the years of 2008 – 2010. The mentioned banks are from Poland, Czech Republic, Hungary and Romania.

ROLA REGUŁ POLITYKI PIENIĘŻNEJ W PROGNOZOWANIU WSKAŹNIKA INFLACJI

Wprowadzenie

W bankach centralnych stosujących strategię BCI, zatem także w NBP, prognozy inflacji odgrywają szczególne znaczenie.

Podejmując decyzję o wysokości stóp procentowych, Rada Polityki Pieniężnej powinna wziąć pod uwagę nie tylko aktualną wysokość wskaźnika inflacji, ale także prognozy inflacji. Istotną rolę w polityce pieniężnej odgrywa także cel inflacyjny. Polityka pieniężna wpływa na inflację z długimi i zmieniającymi się opóźnieniami. Stopa procentowa powinna być podwyższona, jeżeli przewiduje się, że w pewnym ustalonym okresie w przyszłości prognoza inflacji będzie powyżej celu inflacyjnego, natomiast stopa procentowa powinna być obniżona, gdy prognoza inflacji będzie poniżej celu inflacyjnego.

1. Reguły polityki pieniężnej

Jednym z rodzajów polityki pieniężnej jest polityka oparta za regułach, zwanych także zasadami polityki pieniężnej. Wśród reguł polityki pieniężnej można wyróżnić reguły instrumentalne. Proste zasady instrumentalne są ujętymi w sposób formalny zależnościami pomiędzy instrumentem polityki pieniężnej i innymi zmiennymi ekonomicznymi.

Reguły polityki pieniężnej ujęte w postaci modeli matematycznych należy traktować jako punkt odniesienia w procesie realizacji polityki pieniężnej. Reguły polityki pieniężnej nie powinny być stosowane automatycznie, lecz należy je traktować jako narzędzie oceny realizowanej polityki sprawdzające, czy jest ona realizowana zgodnie z wyznaczonymi celami.

Przykładami reguł instrumentalnych są:

- klasyczna reguła dla bazy pieniężnej (Friedmana),
- standardowa reguła Taylora,
- modyfikacje standardowej reguły Taylora,
- reguła tylko inflacji,
- reguła luki bezrobocia.

Poniżej zostały omówione wybrane reguły instrumentalne.

1.1. Reguła Taylora

Jedną z podstawowych reguł jest standardowa reguła Taylora. Zgodnie z regułą Taylora stopy procentowe banku centralnego powinny zmieniać się bardziej niż odchylenie inflacji od ustalonego celu inflacyjnego. Nie dąży się bezpośrednio do osiągnięcia tego celu, cel jest jednym z argumentów funkcji decyzyjnej. Standardową regułę Taylora można zapisać w następującej postaci:

$$i_t = \pi^* + \alpha y_t + \beta (\pi_t - \pi^*) + r^* \quad (1)$$

gdzie: i_t – nominalna stopa procentowa banku centralnego (na przykład stopa redyskontowa lub stopa referencyjna),

π_t – poziom inflacji w okresie t ,

π^* – cel inflacyjny,

y_t – luka produkcji,

r^* – realna stopa procentowa równowagi.

Zatem nominalna stopa procentowa banku centralnego jest funkcją dwóch czynników: odchylenia obserwowanej inflacji od celu inflacyjnego i tzw. luki produkcji.

Odchylenie od celu inflacyjnego liniowo wpływa na stopę banku centralnego poprzez współczynnik reakcji na inflację β .

W regule Taylora luka produkcji jest ważnym czynnikiem korygującym politykę pieniężną, zależnym od tego, czy produkcja rzeczywista jest niższa od potencjalnej, czy nie. Przy ustalonym współczynniku α można zauważyć, że im produkcja rzeczywista jest niższa od potencjalnej, tym bardziej powinna być obniżona stopa procentowa. Gdy produkcja obserwowana jest wyższa od długookresowego trendu, to zauważalne są wówczas symptomy przegrzania koniunktury, w efekcie czego ceny będą miały tendencję do wzrostu, natomiast Rada Polityki Pieniężnej powinna wtedy podjąć decyzję o podwyżce rozważanej stopy procentowej.

W regule Taylora stopa procentowa zależy od wartości β współczynników reakcji.

Model Taylora jest zgodny z intuicją, według której w celu zwalczenia inflacji należy zwiększyć realną stopę procentową, dzięki czemu w ten sposób ostudzi się produkcję i tym samym zmniejszy presję inflacyjną. Jest to reguła instrumentalna, odniesiona do instrumentu, jakim jest poziom stopy referencyjnej lub redyskontowej ustalanej przez bank centralny, wiążąca w sposób mechaniczny tę stopę z ustalonym zewnętrznym celem inflacyjnym i obserwowanymi parametrami gospodarki: inflacją i luką produkcyjną. Dostępными informacjami w regule Taylora są: produkt krajowy brutto, obserwowana wielkość wskaźnika inflacji i określony egzogenicznie cel inflacyjny.

Jednak nominalna stopa procentowa banku centralnego wynikająca ze standardowej reguły Taylora nie jest wyznaczona jednoznacznie, ponieważ jej wartości zależą od:

- od sposobu wyznaczenia wartości potencjalnego PKB,
- od sposobu wyznaczenia realnej stopy procentowej równowagi,
- wartości współczynników α, β ; współczynniki oszacowane przez Taylora nie są odpowiednie dla wszystkich krajów.

W związku z tym rozważa się alternatywne do standardowej reguły Taylora reguły polityki pieniężnej, które są często oceniane przez pryzmat reguły Taylora, przez ich umiejętność naśladowania *ex post* reguły Taylora.

Można rozważać modyfikacje standardowej reguły Taylora polegające na:

- pominięciu realnej stopy procentowej równowagi, wtedy

$$i_t = \pi_t + \alpha y_t + \beta (\pi_t - \pi^*) \quad (2)$$

- usunięciu luki produkcyjnej $i_t = \pi^* + \beta (\pi_t - \pi^*) + r^*$ (3)

- zastąpieniu luki produkcyjnej wielkością produkcji

$$i_t = \pi^* + \alpha y_t + \beta (\pi_t - \pi^*) + r^* \quad (4)$$

gdzie: y_t – wielkość produkcji mierzona PKB.

1.2. Reguła tylko inflacji

W regułach tylko inflacji na nominalną stopę procentową ma wpływ tylko inflacja. Ta reguła jest modyfikacją standardowej reguły Taylora, w której pominięto realną stopę procentową równowagi i usunięto lukę produkcyjną. Jedna z postaci reguły tylko inflacji ma postać:

$$i_t = \pi^* + \beta (\pi_t - \pi^*) \quad (5)$$

1.3. Reguły luki bezrobocia

Kolejną alternatywą wobec standardowej reguły Taylora jest reguła luki bezrobocia, którą można otrzymać, zastępując w standardowej regule Taylora lukę produkcyjną luką bezrobocia, definiowaną jako różnica pomiędzy aktualną stopą bezrobocia i naturalną stopą bezrobocia. Zatem reguła luki bezrobocia ma postać:

$$i_t = \pi^* + \delta(u_t - u^*) + \beta(\pi_t - \pi^*) + r^* \quad (6)$$

gdzie: u_t – aktualna stopa bezrobocia, u^* – naturalna stopa bezrobocia.

Należy podkreślić pewne korzyści wynikające ze stosowania reguły luki bezrobocia w porównaniu do standardowej reguły Taylora. Dane statystyczne dotyczące stopy bezrobocia publikowane są z dużo mniejszym opóźnieniem w stosunku do publikacji PKB.

Jednakże, aby zastosować regułę luki bezrobocia, niezbędne jest oszacowanie naturalnej stopy procentowej, co też nie jest wykonywane w jednoznaczny sposób.

Na nominalną stopę procentową banku centralnego wynikającą z reguły luki bezrobocia ma także wpływ sposób wyboru wartości współczynników β, δ .

2. Modele w prognozowaniu wskaźnika inflacji

Prognozy inflacji mogą być sporządzane różnymi metodami, ale wszystkie metody zapewniające ich przejrzystość i powtarzalność wymagają stosowania modeli.

Do prognozowania wskaźnika inflacji mogą być wykorzystane modele strukturalne. Pewne modele strukturalne stanowią klasę modeli dynamicznych, którą można zapisać w następującej postaci przestrzeni stanów:

$$X_{t+1} = A X_t + B i_t + v_{t+1} \quad (7)$$

gdzie:

A – tzw. macierz towarzysząca,

B – wektor mnożników wpływu stóp procentowych,

X_t – wektor zmiennych stanu,

i_t – stopa procentowa,

v_{t+1} – wektor składników losowych.

W celu zaprezentowania roli reguł polityki pieniężnej w prognozowaniu wskaźnika inflacji, w pracy do prognozowania inflacji zostanie wykorzystany jeden z modeli strukturalnych – model Rudebusha-Svenssona.

Jeżeli dodatkowo przez:

$\bar{\pi}_t$ oznaczmy czterookresową średnią wskaźnika inflacji – średnią inflacją obliczoną z kolejnych czterech kwartalnych wskaźników inflacji,

$$\bar{\pi}_t = \frac{1}{4} \sum_{j=0}^3 \pi_{t-j} = \frac{1}{4}(\pi_t + \pi_{t-1} + \pi_{t-2} + \pi_{t-3});$$

$$\bar{i}_t - \text{średnią stóp referencyjnych, } \bar{i}_t = \frac{1}{4}(i_t + i_{t-1} + i_{t-2} + i_{t-3});$$

natomiast ε_t, η_t są składnikami losowymi, to model strukturalny Rudebusha-Svenssona jest opisany dwoma równaniami:

$$\pi_{t+1} = \alpha_{\pi 1} \pi_t + \alpha_{\pi 2} \pi_{t-1} + \alpha_{\pi 3} \pi_{t-2} + \alpha_{\pi 4} \pi_{t-3} + \alpha_y y_t + \varepsilon_{t+1} \quad (8)$$

$$y_{t+1} = \beta_{y1} y_t + \beta_{y2} y_{t-1} - \beta_{\tau} (\bar{i}_t - \bar{\pi}_t) + \eta_{t+1} \quad (9)$$

Dla modelu opisanego równaniami (8), (9) mamy: wektor zmiennych stanu

$$X_t = \begin{bmatrix} \pi_t \\ \pi_{t-1} \\ \pi_{t-2} \\ \pi_{t-3} \\ y_t \\ y_{t-1} \\ i_{t-1} \\ i_{t-2} \\ i_{t-3} \end{bmatrix}, \text{ wektory } B = \begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 1 \\ 0 \\ 0 \end{bmatrix}, v_{t+1} = \begin{bmatrix} \varepsilon_{t+1} \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ \eta_{t+1} \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \end{bmatrix} \text{ oraz macierz}$$

$$A = \begin{bmatrix} \alpha_{\pi 1} & \alpha_{\pi 2} & \alpha_{\pi 3} & \alpha_{\pi 4} & \alpha_y & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \frac{1}{4} \beta_{\tau} & \frac{1}{4} \beta_{\tau} & \frac{1}{4} \beta_{\tau} & \frac{1}{4} \beta_{\tau} & \beta_{y1} & \beta_{y2} & -\frac{1}{4} \beta_{\tau} & -\frac{1}{4} \beta_{\tau} & -\frac{1}{4} \beta_{\tau} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \end{bmatrix}$$

3. Prognoza inflacji zgodna z regułą polityki pieniężnej

Prognoza czterookresowej średniej wskaźnika inflacji $\bar{\pi}_{t+T/t}(i_t)$ na T okresów do przodu wyznaczona w okresie t wyraża się wzorem:

$$\bar{\pi}_{t+T/t}(i_t) = K_{\pi} X_{t+T/t}(i_t) \quad (10)$$

dla odpowiednio zdefiniowanego wektora K_{π} , zależnego od modelu, na podstawie którego wyznaczana jest prognoza wskaźnika inflacji.

$$\text{Ponieważ } X_{t+T/t} = E(X_{t+T/t}) = A^T X_t + \sum_{j=1}^T A^{T-j} B i_{t+j-1/t} \quad (11)$$

gdzie $i_{t+j-1/t} = E(i_{t+j-1/t})$ jest wartością oczekiwaną stopy procentowej w okresie $t+j-1$ obliczaną w okresie t , otrzymujemy następujący wzór na prognozę czterookresowej średniej wskaźnika inflacji $\bar{\pi}_{t+T/t}(i_t)$

$$\bar{\pi}_{t+T/t}(i_t) = K_{\pi} A^T X_t + K_{\pi} \sum_{j=1}^T A^{T-j} B i_{t+j-1/t} \quad (12)$$

Zatem ogólny wzór na prognozę $\pi_{t+T/t}(i_t)$ warunkową wskaźnika inflacji w okresie T jest następujący:

$$\begin{aligned} \pi_{t+T/t}(i_t) = \\ = [K_{\pi} A^T X_t + K_{\pi} \sum_{j=1}^T A^{T-j} B i_{t+j-1/t}] - (\pi_{t+T-1} + \pi_{t+T-2} + \pi_{t+T-3}) \end{aligned}$$

Wzory, na podstawie których wyznacza się prognozę wskaźnika inflacji w zależności od rodzaju stosowanej reguły polityki pieniężnej, zestawiono w tabeli 1.

Jeżeli prognoza wskaźnika inflacji jest wyznaczana na podstawie modelu Rudebuscha-Svenssona, to: wektor $K_{\pi} = e_{1:4} = [0,25 \ 0,25 \ 0,25 \ 0,25 \ 0 \ 0 \ 0 \ 0]$, natomiast prognozę wskaźnika inflacji w zależności od rodzaju stosowanej reguły polityki pieniężnej oblicza się następująco, wyniki zestawiono w tabeli 2.

Tabela 1

Zależność prognozy wskaźnika inflacji od rodzaju reguły polityki pieniężnej

Rodzaj reguły polityki pieniężnej	Wzory na prognozę wskaźnika inflacji $\pi_{t+T/t}(i_t)$
Standardowa reguła Taylora	$4[K_{\pi} A^T X_t + K_{\pi} \sum_{j=1}^T A^{T-j} B (\pi^* + \alpha y_{t+j-1/t} + \beta (\pi_{t+j-1/t} - \pi^*) + r^*)] -$ $-(\pi_{t+T-1} + \pi_{t+T-2} + \pi_{t+T-3})$
Reguła tylko inflacji	$4[K_{\pi} A^T X_t + K_{\pi} \sum_{j=1}^T A^{T-j} B (\pi^* + \beta (\pi_{t+j-1/t} - \pi^*))] -$ $-(\pi_{t+T-1} + \pi_{t+T-2} + \pi_{t+T-3})$
Reguła luki bezrobocia	$4[K_{\pi} A^T X_t + K_{\pi} \sum_{j=1}^T A^{T-j} B \cdot$ $\cdot (\pi^* + \delta(u_{t+j-1/t} - u^*) + \beta (\pi_{t+j-1/t} - \pi^*) + r^*)] -$ $-(\pi_{t+T-1} + \pi_{t+T-2} + \pi_{t+T-3})$

Tabela 2

Prognozy wskaźnika inflacji

Rodzaj reguły polityki pieniężnej	Wzory na prognozę wskaźnika inflacji $\pi_{t+T/t}(i_t)$
Standardowa reguła Taylora	$4[e_{1,4} A^T X_t + e_{1,4} \sum_{j=1}^T A^{T-j} B (\pi^* + \alpha y_{t+j-1/t} + \beta (\pi_{t+j-1/t} - \pi^*) + r^*)] -$ $-(\pi_{t+T-1} + \pi_{t+T-2} + \pi_{t+T-3})$
Reguła tylko inflacji	$4[e_{1,4} A^T X_t + e_{1,4} \sum_{j=1}^T A^{T-j} B (\pi^* + \beta (\pi_{t+j-1/t} - \pi^*))] -$ $-(\pi_{t+T-1} + \pi_{t+T-2} + \pi_{t+T-3})$
Reguła luki bezrobocia	$4[e_{1,4} A^T X_t + e_{1,4} \sum_{j=1}^T A^{T-j} B \cdot$ $\cdot (\pi^* + \delta(u_{t+j-1/t} - u^*) + \beta (\pi_{t+j-1/t} - \pi^*) + r^*)] -$ $-(\pi_{t+T-1} + \pi_{t+T-2} + \pi_{t+T-3})$

Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonych analiz stwierdzono, że istnieje wpływ zasady instrumentalnej na prognozę wskaźnika inflacji. Wyznaczono wzory na prognozę wskaźnika inflacji, bazując na jednym z modeli strukturalnych – modelu Rudebusha-Svenssona.

Literatura

- Hall R.E., Taylor J.B.: *Makroekonomia*. Wyd. 3 zm. PWN, Warszawa 2004.
- Levine P., McAdam P. Pearlman J.: *Inflation Forecast-Based-Rules and Indeterminacy. A Puzzle and a Resolution*. „Working Paper Series” 643, European Central Bank 2006.
- Olsen K., Qvistad J.F., Roisland O.: *Monetary policy in real time: the role of simple rules w: Monetary policy in a changing environment*. Bank for International Settlements 2003, vol. 19.
- Rudebush G.D., Svensson L.E.O.: *Policy rules for inflation targeting*. „Working Paper Series”, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1998.
- Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*. Narodowy Bank Polski 2003.

ROLE OF MONETARY POLICY RULES IN INFLATION RATE FORECAST

Summary

In this paper we have presented the influence of the instrumental rules on the inflation rate forecast. We have determined the constant-interest-rate inflation forecasts based on one of the structural models - the Rudebush-Svensson model. In the analysis we have used the notation of the considered structural model in the form of state space.

BANKOWOŚĆ CENTRALNA WOBEC SKUTKÓW KRYZYSU FINANSOWEGO GOSPODARKI GLOBALNEJ

Wprowadzenie

Skutki globalnego kryzysu finansowego są wprawdzie stale odczuwalne, ale zmniejsza się ich natężenie. Prognozy gospodarcze, chociaż ostrożnie formułowane, coraz częściej wskazują na efekty ożywienia gospodarki światowej i szanse jej powrotu na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Tymczasem stabilność światowego systemu finansowego jest stale zagrożona. Utrzymująca się w gospodarce globalnej duża swoboda misalokacji różnych form pieniądza kredytowego i nadmierna jego ilość w obiegu gospodarczym powstała wskutek globalnego kryzysu finansowego sprawiają, że realistyczne mogą okazać się poglądy ponownej eskalacji skutków kryzysu gospodarki globalnej.

Ostatnie dni przynoszą stale nowe informacje o ogromnych trudnościach gospodarczych Grecji. Udzielona jej pomoc Unii Europejskiej budzi obawy o program niezbędnych reform fiskalnych, a w konsekwencji również o ich skuteczność.

Wśród państw o poważnych problemach budżetowych silnie uzewnętrznionych wskutek globalnego kryzysu gospodarczego wymienia się również Hiszpanię i Portugalię. Na tym jednak lista państw strefy euro zagrożonych kryzysem fiskalnym nie kończy się. Problemy te budzą poważne obawy o stabilność wspólnej waluty, a uzasadnienie kanclerz Niemiec przyznania pomocy Grecji możliwością rozpadu strefy euro spowodowała ponowną niestabilność na światowych giełdach papierów wartościowych.

W tych okolicznościach kryzysy finansowe lub – jak zwykle się je określać w gospodarce globalnej – „bąble spekulacyjne” nabierają cech cykliczności. Oznacza ona częste powroty lokalnej niestabilności finansowej, która w warunkach rosnącego ryzyka systemowego gospodarki globalnej, otwartej na swobod-

ny przepływ pieniądza i kapitału, może poważnie ograniczać międzynarodowy wzrost gospodarczy, a przez to również sprzyjać ponownej regionalizacji gospodarki światowej.

Odpowiedzialnością za stabilność finansową zawsze były obciążone banki centralne. Globalny kryzys finansowy pokazał, że cele i zadania, a także instrumenty polityki monetarnej banków centralnych, pomimo postępującego ich umiędzynarodowienia, tej stabilności nie zapewniają. Celem opracowania jest ocena zmian zachodzących¹ w bankowości centralnej wskutek narastających stanów niestabilności gospodarki globalnej. Kryzys finansowy XXI wieku wskazuje na nieuchronność wzrostu dyscypliny regulacyjnej sprawowanej od lat przez banki centralne w systemie bankowym, potrzebę zmian w systemie wartościowania celów polityki monetarnej i jakości jej instrumentów regulacyjnych, jak też skali i zakresu oddziaływania banku centralnego na sektor finansowy.

1. Przypadek czy cykliczność kryzysów finansowych w gospodarce globalnej

Kryzysy finansowe nie są nowym zjawiskiem gospodarki rynkowej. Tabela 1 przedstawia największe kryzysy finansowe XX wieku.

W XX wieku gospodarkę światową poważnie sparaliżował tzw. kryzys lat trzydziestych. Dotknął on gospodarkę Stanów Zjednoczonych, ale jego skutki pojawiły się również w wysoko rozwiniętych państwach Europy Zachodniej. Kryzys ten miał charakter wielkiej depresji gospodarczej, gdyż spowodował bardzo silne, wcześniej niespotykane, załamanie wzrostu gospodarczego. Jego skutki miały więc charakter ekonomiczno-społeczny, co sprawia, że powszechnie jest on określany kryzysem gospodarczym. Przyczyny tego kryzysu wiązały się jednak z nadmierną międzynarodową ekspansją kredytową. Rozpoczął się on upadłością banków, a zatem jest traktowany również jako poważny kryzys bankowy¹.

W latach siedemdziesiątych XX wieku gospodarka światowa borykała się zasadniczo z kryzysami walutowymi. Ich podstawowym źródłem była wysoka niestabilność kursów walutowych, hamująca dynamikę gospodarczą państw, których one dotyczyły. Kryzysy walutowe miały jednak charakter lokalny i nie przekładały się na ogólnoswiatową recesję gospodarczą. Wynikały z nieskoordynowanej polityki pieniężnej i fiskalnej w kraju, stąd państwa, które posiadały zewnętrzną równowagę monetarną, nie były wrażliwe na kry-

¹ *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania.* Red. M. Iwanicz-Drozdowska, PWE, Warszawa 2002, s. 45.

zysy walutowe. Poważny kryzys gospodarki światowej pojawił się na przełomie lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX wieku. Nie miał on jednak znamion kryzysu finansowego. Wiązał się przede wszystkim z niestabilnością cen ropy naftowej. Skutki tego kryzysu odbiły się jednak na rynku kredytowym, a zatem dotyczyły również sfery finansowej. W dwóch ostatnich dekadach XX wieku nastąpiła wyraźna eskalacja kryzysów finansowych. Korzenie ich sięgają procesu narastającej globalizacji, chociaż bezpośrednio wiążą się z deregulacją sektora finansowego i wzrostem otwartości gospodarki światowej. Kryzysy tego okresu mają zwykle charakter lokalny. „Przypadkowo” jednak sięgają różnych państw gospodarki światowej i to niezależnie od stanu jej rozwoju czy wewnętrznej równowagi monetarnej. Z uwagi na wywołujące je przyczyny określane są „bąblami spekulacyjnymi”. Wszystkie kryzysy ostatnich dwóch dekad XX wieku miały zasięg ponadnarodowy, ale nie posiadały znamion kryzysu światowego.

Tabela 1

Kryzysy finansowe XX wieku

ROK	KRAJ	CZYNNIK WYWOŁUJĄCY BĄBLĘ SPEKULACYJNĄ	CZYNNIK WZMACNIAJĄCY POPYT	SZCZYT SPEKULACJI	KRYZYS
1920-1921	WIELKA BRYTANIA, USA	SILNY WZROST CEN: – AKCJI – SUROWCÓW – ZAPASÓW	DZIAŁANIA BANKÓW	LATO 1920	WIOSNA 1921
1929	USA	SILNY WZROST CEN: – ZIEMI (DO 1925) – AKCJI (1928-1929)	AKCJE KUPIONE NA KREDYT	WRZESIEŃ 1929	PAŹDZIERNIK 1929
1931-1933	EUROPA	ODCIĘCIE KRAJÓW EUROPEJSKICH OD POŻYCZEK ZAGRANICZNYCH Z USA	KREDYTY Z USA	1929	– AUSTRIA 05.1931 – NIEMCY 06.1931 – W BRYTANIA 09.1931 – JAPONIA 12.1931 – USA 03.1933
1950-1960	ŚWIAT	NIESTABILNOŚĆ KURSÓW WALUTOWYCH			– FRANCJA 1958 – KANADA 1962 – WŁOCHY 1963 – W. BRYTANIA 1964 – FRANCJA 1968 – USA 1973
1974-1975	USA, ŚWIAT	UPADEK BRETTON WOODS/OPEC 1973 – WZROST CEN ROPY	RYNEK EURO- DOLAROWY	1973	1974-1975
1979-1982	USA I RESZTA ŚWIATA	POŻYCZKI SYNDYKOWANE DLA KRAJÓW TRZECIEGO ŚWIATA, OPEC 1979 – WZROST CEN ROPY, WZROST CEN NIERUCHOMOŚCI W PŁD.- ZACH. USA, ZIEMI ROLNEJ, DOLARA		1979	– DOLAR 1979 – ZIEMIA ROLNA 1979 – ROPA NAFTOWA 1980 – ZADŁUŻENIE KRAJÓW TRZECIEGO ŚWIATA 1982

cd. tabeli 1

1982-1987	USA	SILNY WZROST CEN NA GIELDACH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH, LUKSUSOWYCH DOMÓW, BUDYNKÓW BIUROWYCH, DOLARA	PRZYPIY W KAPITAŁU	– DOLAR 1985 – AKCJE 1987 – NIERUCHOMOŚCI 1987	– AKCJE 19.10.1987
1990	JAPONIA	SILNY WZROST INDEKSU NIKKEI ORAZ CEN NIERUCHOMOŚCI	REDUKCJA STÓP PROCENTOWYCH W 1986	PIERWSZA POŁOWA 1989	STYCZEŃ 1990
1994-1995	MEKSYK	Deregulacja, przypiy i odpływ kapitału, wewnętrzny boom	– PRZYPIY KAPITAŁU – KREDYTY BANKOWE – NOWE KRAJOWE BANKI 1991 – PRYWATYZACJA 1991	1994-1995	1994-1995
1997-1998	TAJLANDIA, INDONEZJA, MALEZJA, KOREA, ROSJA, BRAZYLIA	Deregulacja, przypiy i odpływ kapitału, zadłużenie zagraniczne	– KREDYTY BANKOWE – BOOM W BUDOWNICTWIE	1997-1998	1997-1998

Źródło: Ch. Kindleberger, R. Aliber: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*. Wyd. 5. John Wiley & Sons Inc. 2005, s. 300-303.

Dopiero kryzys finansowy XXI poprzez efekt zarażania dotknął wszystkie państwa współczesnej gospodarki światowej, spowodował międzynarodową recesję gospodarczą, a przez to określony został globalnym kryzysem gospodarczym. Skutki tego kryzysu trudno jeszcze jednoznacznie określić, ale niewątpliwie przekroczyły one wszelkie oczekiwania i są uważane za dotychczas największe.

Tymczasem kryzys ten, podobnie jak poprzednie, rozpoczął się niewinnie i w pewnym sensie przypadkowo niestabilnością rynku nieruchomości w USA. Dotyczył więc aktywów trwałych, których przecena na poziomie warunków koniecznej równowagi spowodowała w dalszej kolejności załamanie się rynku kredytów *subprime*. Pierwsze oznaki niestabilności rynku nieruchomości pojawiły się jednak na przełomie lat 2005/2006. W tym jednak czasie nie dostrzegano w nich poważniejszych zagrożeń międzynarodowych. W podobny sposób globalne rynki finansowe reagowały na dalsze niepokojące wydarzenia w gospodarce USA. W lutym 2007 w bardzo trudnej sytuacji finansowej znalazł się jeden z największych banków światowych HSBC, silnie zaangażowany w segmencie *subprime mortgages*. Wartość kredytów zagrożonych tego banku okazała się pięciokrotnie wyższa od przewidywań analityków i spowodowała 25-proc. spadek cen jego akcji na rynku giełdowym². Lawina

² W. Nawrot: *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 25.

problemów innych banków amerykańskich zaczęła potem szybko narastać – JP Morgan, Lehman Brothers, Wells Fargo, American Home Mortgage Investments, Accredited Home Lenders³ pogorszyły do tego stopnia swe wyniki finansowe, że nastąpił silny spadek ich notowań rynkowych. W marcu 2007 roku został opracowany przez Mortgage Bankers Association raport wskazujący na gwałtowny wzrost zagrożenia kryzysowego amerykańskiego rynku *subprime mortgages*. W czerwcu 2007 roku uzewnętrzniły się poważne finansowe problemy dwóch funduszy hedgingowych z nadmierną ekspozycją na rynek *subprime mortgages*, należących do banku Bear Stearns. W sierpniu 2007 roku Bear Stearns złożył wniosek o ochronę przed wierzycielami dla tych funduszy, jak również o wstrzymanie wypłaty środków dla klientów swego trzeciego funduszu⁴. Rozpoczęły się też problemy finansowe w innych bankach i instytucjach inwestycyjnych działających na rynku finansowym w USA. 7 września 2008 następuje przejęcie przez rząd USA kontroli nad Fannie May i Freddie Mac. We wrześniu 2008 roku poważne problemy finansowe zaczyna odczuwać Lehman Brothers. Pomimo to nastroje uczestników globalnego rynku finansowego były pozytywne.

Poważna sytuacja finansowa Lehman Brothers początkuje rozmowy FED, Skarbu Państwa i przedstawicieli czołowych amerykańskich instytucji finansowych. Rozważane są różne opcje naprawy jego sytuacji finansowej⁵. 15 września 2008 roku w wyniku fiaska tych rozmów czwarty co do wielkości bank inwestycyjny w USA – Lehman Brothers staje się niewypłacalny i upada. Zaskoczenie całego świata finansów było ogromne, gdyż w roku 2005 został on ogłoszony najlepszym bankiem inwestycyjnym, a w roku 2006 i 2007, osiągając rekordowe zyski na akcję, został okrzyknięty przez dealerów giełdy londyńskiej liderem pod względem generowanych obrotów⁶.

Dopiero od tego momentu rozwój sytuacji kryzysowej na rynku bankowym w USA staje się bardzo dynamiczny. Niemal równocześnie zaczynają się problemy finansowe różnych instytucji finansowych. Pierwszym po Lehman Brothers jest amerykański AIG, który notuje straty w wysokości 18 mld USA za poprzednie trzy kwartały i związany z nimi szybki spadek notowań akcji. AIG prosi FED o pożyczkę pomostową w wysokości 40 mld USD, której nie otrzymuje⁷. Niepewna sytuacja na amerykańskim rynku finansowym rodzi

³ Ibid., s. 29-30.

⁴ Ibid., s. 27.

⁵ *Kalendarium kryzysu na rynkach globalnych*. W: *Przegląd stabilności systemu finansowego*. NBP, październik 2008, s. 51.

⁶ Agencja ratingowa Standard & Poors podniosła firmie – ze względu na znaczną dywersyfikację portfela inwestycyjnego i sprawny system zarządzania ryzykiem – długoterminowy rating kredytowy z A do A+.

⁷ W. Nawrot: Op. cit.

kolejne problemy finansowe sektora bankowego. Merrill Lynch przejęty zostaje przez Bank of America a Bear Stearns przez JP Morgan Chase. W tej dramatycznej sytuacji akcję pomocową uruchamia rząd USA. 16 września 2008 przejmuje kontrolę nad AIG i zobowiązuje FED do pożyczania AIG funduszy do wartości 85 mld USD w zamian za 79,9-proc. pakiet akcji. Tymczasem 17 września 2008 roku inwestora zaczyna poszukiwać Morgan Stanley⁸.

W tym też okresie zaczyna narastać międzynarodowa świadomość o poważnym zagrożeniu kryzysem finansowym w gospodarce światowej. Trudno natomiast wytłumaczyć, dlaczego dopiero w roku 2008, a zatem wtedy, gdy kryzys finansowy szerzył się w USA od dawna. Fakt ten jest szczególnie zastanawiający dlatego, że za najważniejszy czynnik destabilizacji rynków finansowych i gospodarki globalnej uznaje się ryzyko systemowe identyfikowane z sytuacją, w której kryzys jednej instytucji finansowej przenosi się na innych uczestników rynku i zakłóca prawidłowe funkcjonowanie całego systemu finansowego⁹. Można przyjąć, że to behawioralne przekonanie o lokalnym znaczeniu kryzysu *subprime* spowodowało brak reakcji władzy monetarnej. Nie znajduje ono jednak uzasadnienia w świetle „bąbli spekulacyjnych” nękających gospodarkę globalną. Dlatego za słuszną uznać należy tezę, że to brak skutecznych instrumentów przywracania równowagi globalnej stał się powodem lokalnego reagowania na kryzys finansowy XXI wieku. W tych jednak okolicznościach kryzys finansowy staje się oczywistą i prawidłową reakcją globalnego systemu finansowego na nierównowagę monetarną spowodowaną niefrasobliwością władzy lokalnej w nadmiernej ilościowej i jakościowej kreacji pieniądza kredytowego. Nie jest „przypadkowym” zjawiskiem wynikającym z odrębnych i lokalnych niestabilności rynków różnych aktywów finansowych, lecz konsekwencją świadomej działalności władzy monetarnej skierowanej na dyskrecyjną politykę pieniężną wspierającą zapotrzebowanie gospodarki na pieniądź w różnej postaci. To jednak oznacza, że cykliczność kryzysów finansowych staje się w gospodarce globalnej nieunikniona. Przyczyny ich eskalacji są bowiem stale takie same, a zatem powiązane z brakiem kontroli nad emisją pieniądza niezależnie od formy, którą reprezentuje.

Przykład Grecji pokazuje, że nieistotne są również źródła kreacji nadmiernej ilości pieniądza w gospodarce. Nie tylko kontrola ilości pieniądza w obiegu podporządkowana zewnętrznej równowadze monetarnej, ale także równowaga budżetowa jest niezbędnym warunkiem zachowania wartości pieniądza krajowego, w tym przypadku wspólnej waluty euro. Kryzys fiskalny

⁸ Ibid.

⁹ S. Heffernan: *Nowoczesna bankowość*. PWN, Warszawa 2007, s. 10.

w Grecji nie był bowiem „przypadkiem”. Grecja miała stałe problemy budżetowe. W październiku 2009 roku Komisja Europejska opublikowała Raport o stabilności finansów publicznych na lata 2008-2060, zaliczając Grecję do państw członkowskich o dużym zagrożeniu dla stabilności finansów publicznych¹⁰. W listopadzie roku 2009 Rada ECOFIN, podtrzymując stanowisko o pogorszeniu finansów publicznych w strefie euro, wezwała do wprowadzenia trójczłonowej strategii uzgodnionej w 2001 roku na spotkaniu Rady Europejskiej w Sztokholmie¹¹. Państwa członkowskie przyjęły to stanowisko jako ostrzeżenie, jednakże bez większych rezultatów dla naprawy gospodarki. W raporcie do państw o dużym zagrożeniu finansów publicznych zaliczono Hiszpanię i Portugalię – państwa wymieniane dziś jako te o poważnych problemach fiskalnych. Lista narażonych na kryzys fiskalny państw strefy euro jest jednak znacznie szersza. Zalicza się do nich: Irlandię, Cypr, Maltę, Holandię, Słowenię i Słowację. Nieważne są w tym momencie przyczyny, które zagrożenie to spowodowały. Ważnym natomiast wydaje się brak reakcji państw członkowskich na swą trudną sytuację fiskalną. Skala problemu może bowiem okazać się zbyt duża do utrzymania stabilności euro.

Otwarty przez Unię Europejską parasol bezpieczeństwa finansowego dla Grecji, ale również państw członkowskich poważnie zagrożonych kryzysem fiskalnym¹², jest wyborem „mniejszego zła”. Zagrożenie kryzysem walutowym w strefie euro minie bowiem dopiero wtedy, gdy nastąpi realizacja warunków stabilizacji gospodarek korzystających z ochrony parasolowej (póki co Grecji), a to z różnych powodów nie jest pewne. W globalnej gospodarce światowej zapalił się więc wtórnie „nowy lont”, który grozi poważną eksplozją międzynarodową.

Prawdziwym więc staje się założenie, że kryzysy finansowe wpisują się w rzeczywistość gospodarki globalnej, są cykliczne i nieprzewidywalne, a poprzez efekt zarażania przyjmują międzynarodowy charakter. Siła ich skutków jest bardzo duża i rozległa, natomiast możliwości przeciwdziałania niewielkie i wymagające porozumień międzynarodowych.

W procesie tym ważną rolę muszą pełnić banki centralne. Kształtują bowiem na mocy przyznanego im prawa równowagę monetarną i odpowiadają za stabilność finansową. Nie są w gospodarce globalnej jedynymi instytucjami władzy publicznej tworzącymi sieć bezpieczeństwa finansowego w kraju i skali międzynarodowej, stąd zmienia się ich rola w gospodarce i systemie finansowym. Nieuchronność kryzysów finansowych wymusza natomiast ewolucję ich zadań i instrumentów regulacyjnych banków centralnych.

¹⁰ „EBC. Biuletyn Miesięczny”, grudzień 2009, s. 94.

¹¹ Ibid.

¹² *Unia otwiera parasol bezpieczeństwa*. „Rzeczpospolita” nr 107 z 10 maja 2010.

2. Rola i kierunki zmian w bankowości centralnej gospodarki globalnej

Kryzysom finansowym zawsze towarzyszyło poszukiwanie nowych środków i metod zapobiegania ich skutkom w przyszłości. W XIX wieku, a zatem wtedy, gdy większość państw europejskich miała już swoje banki centralne, przedstawiciele tzw. szkoły wolnej bankowości dostrzegali w nich instytucje ochrony interesów właścicieli tradycyjnych pośredników finansowych, których nadmierna pogoń za zyskiem wywoływała kreację pieniądza kredytowego ponad możliwości jego pokrycia gotówką. Podkreślali, że to bank centralny, będąc kredytodawcą ostatniej instancji, gwarantującym i prolongującym przywileje banków prywatnych, umożliwia im wysoką ekspansję pieniężną. Bankierzy pozbyli się więc odpowiedzialności za swoje zobowiązania, poświęcając się lukratywnym „interesom” tworzenia pieniądza fiducjarnego poprzez ekspansję kredytową, a wsparcie banku centralnego pozwala im to robić bez większych obaw o utratę płynności¹³. Bankowość centralna prowadzi więc do konsolidacji banków i zachęca bankierów do nawiązywania i utrzymywania bliskich stosunków z bankiem centralnym, który jest jedyną instytucją zdolną zagwarantować im przetrwanie kryzysu, zjawiska regularnie wywoływanego przez same banki¹⁴.

Zwolennicy bankowości centralnej natomiast byli przekonani, że¹⁵:

- 1) bank centralny w sytuacji kryzysu jest uprawniony do ochrony interesów deponentów i posiadaczy pieniądza banku centralnego,
- 2) system bankowy kontrolowany przez bank centralny wywołuje mniej kryzysów gospodarczych niż system wolnej bankowości,
- 3) zapewnienie przez bank centralny niezbędnej płynności jest najlepszym sposobem na uporanie się z kryzysem, gdy ten zaatakuję gospodarkę.

Diagnoza przyczyn globalnego kryzysu finansowego potwierdza zasadność wielu poglądów przedstawicieli wolnej bankowości. Rozwój bankowości centralnej łączy się bowiem z nieuchronną konsolidacją kapitałową instytucji kredytowych. Konsolidacja ta przebiega w płaszczyźnie lokalnej, regionalnej, jak też i międzynarodowej, w ramach sektora bankowego, ale także i poza nim. Towarzysząca tym procesom daleko posunięta innowacyjność produktowa powoduje, że pieniądz kredytowy pojawia się w postaci różnych instrumentów finansowych, nieraz o bardzo złożonej konstrukcji formalnej, wykraczając

¹³ J.H. de Soto: *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*. Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009, s. 486.

¹⁴ Ibid., s. 351.

¹⁵ Ibid., s. 478-482.

poza możliwości oddziaływania na jego poziom banków centralnych. Efektem tego procesu jest powstawanie licznych nowych cech systemowych bankowości centralnej. Współczesna bankowość centralna charakteryzuje się¹⁶:

- przenikaniem się domen instytucji finansowych,
- powstawaniem konglomeratów finansowych o różnym zakresie operacyjnym,
- powstawaniem „wydmuszek” instytucji finansowych niepodlegających instytucji nadzoru finansowego,
- narastaniem transgranicznej aktywności instytucji finansowych wykraczających poza tradycyjne usługi pośrednictwa bankowego,
- wzrastaniem procesów fuzji i przejęć instytucji finansowych poza granicami kraju.

Nieźmiernie trudno zahamować proces tych zmian, gdyż są one konsekwencją szeregu rozwiązań kształtowanych i powstających latami, które w istocie swej zostały podporządkowane wizji „wolnej bankowości centralnej”, a zatem takiej, w której działaniom banków centralnych towarzyszy finansyzacja sektora bankowego w skali międzynarodowej. „Wolna bankowość centralna” sprzyja zmianom w sferze zarządzania i własności przedsiębiorstw bankowych, gdyż zmienia tradycyjną formułę ich gospodarowania „zatrzymuj i inwestuj” w regułę „ograniczaj (koszty) i dystrybuuj (dywidendę)”¹⁷. W erze finansyzacji długookresowa stabilność rozwoju rynku bankowego, oparta na gwarancji wysokiego do nich zaufania, zmienia się w ideę wartości dla akcjonariusza (*shareholder value*) ukierunkowaną na krótkoterminową zyskowność. Banki przestają interesować się potrzebami swoich klientów, podporządkowując je żądaniom finansowym ich właścicieli. Wzrasta też rola dyscypliny rynkowej kosztem dyscypliny regulacyjnej w kształtowaniu zasad funkcjonowania sektora bankowego. Hegemonia państwowego podmiotu, jakim jest bank centralny, przekształca się więc w hegemonię „niezniszczalnych” finansowych korporacji międzynarodowych, zagrażając stabilności finansowej gospodarki globalnej. Banki centralne w procesie tych przekształceń tracą zdolność do wewnętrznej i zewnętrznej kontroli przepływów pieniężnych i kapitałowych, czego uwiarygodnieniem jest globalny kryzys finansowy.

Stany nierównowagi obserwowane na różnych rynkach aktywów finansowych w gospodarce globalnej o niekontrolowanym przepływie pieniądza i kapitału, licznych innowacjach finansowych i narastającej skali ryzyka obiegu pieniężnego powodują, że do potrzeb stabilności finansowej adaptuje się

¹⁶ J.K. Solarz: *Umiedzynarodowienie bankowości centralnej*. W: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*. Red. W. Przybylska-Kapuścińska. Difin, Warszawa 2009, s. 129.

¹⁷ M. Ratajczak: *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*. W: *Studia z bankowości...*, op. cit., s. 20.

rozwiązania skoncentrowane na doskonaleniu roli i funkcji banku centralnego. W tym też kierunku podąża większość dotychczasowych propozycji zmian, a koncepcje oparte na paradygmacie „wolnej bankowości komercyjnej” uznaje się póki co za marginalne bądź jedynie futurystyczne.

H. Kaufman dostrzega potrzebę stworzenia centralnej instytucji regulującej instytucje i rynki finansowe. Zgłoszony przez J. Gartnera projekt stabilizacji rynków finansowych zakładał powołanie światowego banku centralnego w roli międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji. G. Soros proponował stworzenie międzynarodowej agencji ubezpieczenia długów. Z kolei J. Sachs za celowe uważał powołanie międzynarodowej instytucji upadłościowej długów rządowych¹⁸. Nawet H.P. Minsky, który identyfikując mechanizm powstawania „bańki spekulacyjnej” uznawał, że zasadniczą jej przyczyną są procykliczne zmiany w podaży pieniądza kredytowego¹⁹, tkwił w głębokim przekonaniu, że interwencyjna rola regulatorów państwowych wydłuża cykliczne okresy stabilności finansowej²⁰. Odpowiedzialnością za destabilizację gospodarki światowej obciążał bezpośrednio różność źródeł finansowania obcego współczesnych podmiotów gospodarczych, powodujących nadmierną skłonność banków do kreacji kredytu. Ponieważ współczesna gospodarka finansuje się w większym stopniu zewnątrznie, za pomocą kapitałów obcych, stąd zmiany w podaży kredytu mogą prowadzić do niestabilności finansowej, a wzrost ryzyka systemowego dopełnia jej skalę, zakres i skutki międzynarodowe²¹.

Istnieje też grupa zwolenników poglądów, które wskazują na konieczność zmian w strukturze pieniądza międzynarodowego. J.E. Stiglitz, dostrzegając zagrożenie międzynarodowej stabilności finansowej w systemie rezerw dolarowych, proponuje stworzenie nowego pieniądza rezerwowego, pieniądza papierowego zwanego globolem²². R. Cooper z kolei proponował kreację nowego, jednolitego globalnego pieniądza. Poglądy te, chociaż rewolucjonizują światowy system monetarny celem zwiększenia jego stabilności, nie przekreślają w nim ważnej roli banków centralnych.

Reakcja bankowości centralnej na skutki globalnego kryzysu finansowego wykazała, że:

- banki centralne, pomimo wieloletnich wysiłków tworzenia swej niezależności, są instytucjonalnie silnie zależne od władzy państwowej,

¹⁸ L. Mühlemann: *Does the World Need a New Financial Architecture*. W: *Financial Intermediation in the 21st Century*. Red. Z. Mikdashi. New York 2001, s. 147 i nast.

¹⁹ H. Minsky: *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw Hill, International Edition 2008.

²⁰ *Ibid.*, s. 15.

²¹ W. Nawrot: *Op. cit.*, s. 11-25.

²² J.E. Stiglitz: *Wizja sprawiedliwej globalizacji. Propozycje usprawnień*. PWN, Warszawa 2007, s. 272 i nast.

- ewolucja ich zadań i celów strategicznych nie wystarcza do skutecznego kształtowania warunków międzynarodowej równowagi monetarnej,
- współczesne banki centralne nie są zdolne do wykorzystania kanału kredytowego jako instrumentu hamowania recesji gospodarczej,
- banki centralne muszą stosować nadzwyczajne instrumenty finansowe w swej odpowiedzialności za stabilność sektora bankowego.

Tabela 2 pokazuje główne kierunki ewolucji bankowości centralnej, w szczególności jej cech prowadzących do statusu „wolnej bankowości centralnej”, jak też zadań realizowanych przez współczesne banki centralne.

Tabela 2

Zasadnicze kierunki ewolucji w bankowości centralnej

Wydarzenia	Zadania i cechy ewolucji bankowości centralnej	Miejsce/czas
Powstawanie pierwszych banków centralnych	Zadania różne w czasie i przestrzeni: bank emisyjny, bank państwa, bank banków, udzielanie kredytów i pożyczek przedsiębiorstwom i instytucjom państwowym	Szwecja, Anglia, ale także FED i Bank Polski XVI-XIX wiek
Eskalacja inflacji w gospodarce światowej	– Stabilność cenowa – Walka z inflacją	Państwa gospodarki światowej dotknięte wysoką inflacją lata 70. XX wieku
Załamanie się porozumień z Bretton Woods	– Kształtowanie relacji między kursami walutowymi – Stabilizacja kursów – Zarządzanie rezerwą walutową	1976 rok
Recesja gospodarki światowej	Kontrola agregatów monetarnych – niezależność instytucjonalna i funkcjonalna polityki monetarnej	Głównie USA, Wielka Brytania, państwa przeprowadzające reformy gospodarcze
Powstanie strefy euro	– Rozdzielone na EBC i NBC – Domena EBC – niezależna polityka monetarna – NBC – realizacja zadań wyznaczonych przez ESBC	Unia Europejska koniec XX wieku
Niestabilność rynków finansowych	Przejrzystość polityki monetarnej	Państwa gospodarki światowej – ostatnia dekada XX wieku
– wzrost niestabilności rynków finansowych – „bąble spekulacyjne”	<i>Safety Net</i>	Gospodarka światowa od końca XX wieku
Globalny kryzys finansowy	Stabilność systemu finansowego	Gospodarka światowa XXI wiek

Niezależność jako cecha współczesnej bankowości centralnej wykształciła się w bezpośredniej odpowiedzi na recesję gospodarki światowej i wynikającą z niej potrzebę wzmocnienia kontroli podaży pieniądza krajowego. Banki

centralne z instytucji kierujących się pod naporem rządów potrzebami gospodarki, obniżając standardy i skuteczność realizowanej polityki monetarnej, przekształciły się w „stróża” porządku finansów publicznych. Uznały, że tylko właściwe warunki współpracy banku centralnego z rządem i parlamentem stanowią jedyną drogę optymalizacji ich decyzji, nie naruszając przy tym ustawowych prerogatyw²³. Dominacja polityki finansowej nad polityką monetarną znalazła swój finał w idei niezależności banku centralnego opartej na dwóch przesłankach²⁴:

- korelacji między stopniem niezależności a stabilnością cen, za którą bank centralny odpowiada. Gdy niezależność banku centralnego rośnie, stabilność cen jest wyższa,
- odporności banku centralnego na polityczny cykl koniunkturalny. Banki centralne mają swobodę realizacji celów polityki monetarnej, gdy nie podlegają presji rządu i parlamentarzystów oczekujących od nich realizacji obietnic przedwyborczych.

W latach dziewięćdziesiątych niezależność banków centralnych pod wpływem niskiej skuteczności realizowanej polityki monetarnej została wzmocniona o przejrzystość podejmowanych działań. Uznano bowiem, że informacja jest ważnym czynnikiem podejmowania decyzji na rynkach finansowych i kształtowania oczekiwań inflacyjnych. Globalny kryzys finansowy ujawnił jednak słabość tych cech współczesnej bankowości centralnej. Banki centralne w reakcji na skutki kryzysu musiały podjąć działania pomocowe razem z władzą publiczną, akceptując rozluźnienie polityki finansowej rządów, skutkujące wzrostem bieżących deficytów budżetowych i docelowym rozděciem długu publicznego. Ich niezależność instytucjonalna w warunkach globalnego kryzysu finansowego okazała się więc fikcją. Rozwój międzynarodowego kryzysu finansowego, nasilający się efekt zarażania jego skutkami, jak też przejście w globalny kryzys gospodarczy spowodowały wykorzystanie przez wiele banków centralnych nowego instrumentu regulacyjnego określanego *Quantitative easing*. W prostym tłumaczeniu oznacza to przyzwolenie na drukowanie pieniędzy skierowanych na wykup instrumentów finansowych z myślą o zalaniu rynku wysoką płynnością. Potrzeba taka ujawniła się wskutek kryzysu zaufania na globalnym rynku międzybankowym. Rosnąca luka finansowania banków komercyjnych zagrażała paraliżem płynności ogólnogospodarczej. W tej sytuacji niezależność funkcjonalna banków centralnych w obszarze przyjętych

²³ Ibid., s. 96.

²⁴ Szerzej na ten temat W. Baka: *Niezależność i odpowiedzialność banku centralnego*. „Prawo Bankowe” 2002, nr 5.

zasad kształtowania podaży pieniądza krajowego nie przeszła swej próby i ugięła się pod wpływem potrzeb utrzymania stabilności finansowej.

Banki centralne w reakcji na międzynarodowy kryzys finansowy podjęły się także w pierwszej kolejności uaktywnienia kanału kredytowego w celu ratowania słabnącej dynamiki wzrostu gospodarki światowej i w obawie przed jej recesją. Wiele banków centralnych prowadziło politykę gwałtownej obniżki stóp procentowych. Niskie stopy procentowe uznano bowiem za ważny czynnik zachowania aktywności podmiotów gospodarczych. Ta polityka nie przyniosła jednak oczekiwanych rezultatów. Gospodarka światowa weszła w stan recesji gospodarczej.

W warunkach kryzysu XXI wieku krytyce poddana została również dotychczasowa strategia polityki monetarnej banków centralnych. Po okresie aktywnego interwencjonizmu państwowego i związanego z nim procesu niespotykanej eskalacji inflacji w gospodarce światowej pojawiła się stagflacja, paraliżująca możliwość oddziaływania państwa na koniunkturę gospodarczą²⁵. Stagflacja zburzyła nie tylko wszelkie oczekiwania rządów na wymiennosc inflacji i wzrostu gospodarczego zawarte w krzywej Phillipsa²⁶, ale także przekreśliła dorobek teorii P. Samuelsona i R. Solowa – krótko- i długookresowego wyboru istniejącego między inflacją i wzrostem gospodarczym²⁷. Zakończona poważnym międzynarodowym kryzysem zadłużeniowym drugiej połowy lat siedemdziesiątych, rozpoczęła nową erę w polityce monetarnej banków centralnych – erę stabilizowania inflacji.

Pod wpływem rosnącej skali jej umiędzynarodowienia polityka pieniężna skupiona na hamowaniu inflacji stała się cechą charakterystyczną wielu państw gospodarki światowej uginających się pod naporem kosztów inflacyjnych. Wykorzystywały ją również szeroko kraje przeprowadzające poważne reformy rynkowe (latynoamerykańskie, azjatyckie) i przechodzące transformację ustrojową (państwa Europy Środkowo-Wschodniej). Pojawiła się w skali międzynarodowej naturalna dążność banków centralnych do wspólnego wypracowywania celów i instrumentów realizacji polityki pieniężnej²⁸.

W warunkach globalnego kryzysu finansowego okazało się, że realizacja tego celu, identyfikowana powszechnie ze stabilnością cen w gospodarce jest nie mniej ważna, jak odpowiedzialność banku centralnego za bezpieczeństwo

²⁵ Por. szerzej: A. Sławiński: Op. cit., s. 40-43.

²⁶ A.W. Phillips: *The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates In the United Kingdom, 1861-1957*. „Economica”, November 1958, vol. 25.

²⁷ P.A. Samuelson, R.M. Solow: *Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy*. „American Economic Review”, May 1960, vol. 50, s. 177-194.

²⁸ J.K. Solarz: Op. cit., s. 129.

i stabilność całego systemu finansowego²⁹. Globalny kryzys finansowy wyraźnie pokazał, że sama stabilność cenowa nie gwarantuje stabilności systemu finansowego. Stabilności finansowej nie można bowiem sprowadzić do stabilności cenowej. W warunkach otwartej gospodarki światowej, narażonej na wysokie ryzyko finansowe, stabilność finansową trzeba identyfikować z brakiem zagrożenia kryzysem finansowym³⁰. Tak rozumiana stabilność finansowa w dotychczasowej polityce monetarnej banku centralnego traktowana była jako dobro publiczne, o które należy dbać niezależnie od celów monetarnych banku centralnego. Stabilność finansową banki centralne zachowywały, kierując się³¹:

- zapewnieniem stabilności i bezpieczeństwa systemów płatniczych,
- zwiększeniem roli analiz makrofinansowych w jej ocenie,
- rozszerzeniem roli polityki informacyjnej w jej kształtowaniu,
- zwiększeniem roli banku centralnego w sprawowaniu nadzoru finansowego.

Nigdy jednak banki centralne nie traktowały stabilności finansowej na równi z celem strategicznym polityki monetarnej. Tylko w sporadycznych przypadkach stabilność systemu finansowego zapisywały *explicite* w ustawie o banku centralnym lub innym oficjalnym dokumencie prawnym. W większości przypadków jest ona traktowana jako cel *implicite*, a ustawowa funkcja banków centralnych w zakresie wspierania stabilności systemu finansowego ograniczana jest do działań na rzecz efektywności i bezpieczeństwa systemu płatniczego³². Stabilność finansowa w praktyce współczesnego rynku pieniężnego stawała się ważnym zadaniem banku centralnego jedynie w warunkach niekwestionowanego zagrożenia równowagi monetarnej, zapobiegania rozprzestrzenianiu się skutków kryzysu finansowego, czy też utraty płynności sektora bankowego wskutek nieprzewidywalnych zdarzeń losowych. Wykorzystywana była zatem dyskrejonalnie, służąc ochronie i utrzymaniu zaufania do całego systemu finansowego.

Podsumowanie

Banki centralne w efekcie globalnego kryzysu finansowego zapłaciły bardzo wysoką cenę za ratowanie gospodarki. Sprowadza się ona głównie do

²⁹ A. Sławiński: Op. cit., s. 59-62.

³⁰ P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska: *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*. W: Materiały i Studia, zeszyt nr 200, NBP, styczeń 2006, s. 19.

³¹ W. Baka: *Geneza, funkcje i niezależność banku centralnego*. W: *Studia z bankowości...*, op. cit., s. 92.

³² O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn: *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*. W: Materiały i Studia, zeszyt nr 179, NBP, listopad 2004, s. 8.

utraty w wielu z nich faktycznej niezależności instytucjonalnej i funkcjonalnej. Banki centralne zostały też zmuszone do przejęcia funkcji kredytodawcy ostatniej instancji, ratując zagrożoną kryzysem globalnym płynność międzynarodowego sektora bankowego. Wykorzystywały w tym celu nadzwyczajne instrumenty regulacyjne, nieobecne w ich strategiach polityki monetarnej. Rola banków centralnych w hamowaniu skutków kryzysu XX wieku była jednak niewspółmiernie większa. Wszystkie banki centralne zaangażowały się we wsparcie finansowe dla MFW, który pomagał wielu krajom w realizacji programów dostosowawczych przygotowanych przez władzę publiczną (o łącznej sumie około 1 biliona dolarów USA). A problemy bankowości centralnej na tym się nie kończą. Zasadniczym, pozostającym w efekcie globalnego kryzysu finansowego, jest niewątpliwie utrzymanie międzynarodowej równowagi monetarnej. Niespotykany dotychczas szybki wzrost pieniądza rezerwowego banków centralnych kilkakrotnie zwiększył ich dotychczasową sumę bilansową, w tym również w zakresie tzw. aktywów „trudnych”. Zarówno powrót do poziomu pieniądza rezerwowego, odpowiadający zmniejszonemu w wyniku kryzysu finansowego potencjałowi gospodarki globalnej, jak też wyzbycie się „trudnych” aktywów finansowych, nie będzie proste. Może prowadzić zarówno do perturbacji w różnych segmentach rynku finansowego (np. rządowych papierów dłużnych), jak też do znacznej podwyżki stóp procentowych hamujących procesy inflacyjne w gospodarce globalnej. Hamowanie inflacji grozi ponowną recesją gospodarczą. Z tych właśnie powodów bieżąca polityka monetarna banków centralnych nie jest prosta. Natomiast w perspektywie ich działalności rysuje się konieczność określenia ich nowego paradygmatu w zmieniającym się po globalnym kryzysie finansowym obliczu międzynarodowej gospodarki i różnych propozycji naprawy pękających wałów obronnych „wolnej bankowości centralnej”.

Literatura

- Baka W.: *Niezależność i odpowiedzialność banku centralnego*. „Prawo Bankowe” 2002, nr 5.
- Baka W.: *Geneza, funkcje i niezależność banku centralnego*. W: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*. Red. W. Przybylska-Kapuścińska. Difin, Warszawa 2009.
- „EBC. Biuletyn Miesięczny”, grudzień 2009.

- Heffernan S.: *Nowoczesna bankowość*. PWN, Warszawa 2007.
- Kindleberger Ch., Aliber R.: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*. John Wiley & Sons Inc., 2005.
- Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania. Red. M. Iwanicz-Drozdowska. PWE, Warszawa 2002.
- Minsky H.: *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw Hill, International Edition 2008.
- Mulemann L.: *Does the World Need a New Financial Architecture. W: Financial Intermediation in the 21st Century*. Red. Z. Mikdashi. New York 2001.
- Nawrot W.: *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*. CeDeWu, Warszawa 2009.
- Phillips A.W.: *The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates In the United Kingdom, 1861-1957*. „Economica”, November 1958, vol. 25.
- Przegląd stabilności systemu finansowego*. NBP, październik 2008.
- Ratajczak M.: *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*. W: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*. Red. W. Przybylska-Kapuścińska. Difin, Warszawa 2009.
- Samuelson P.A., Solow R.M.: *Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy*. „American Economic Review”, May 1960, vol. 50.
- Sławiński A.: *Ewolucja poglądów na politykę pieniężną*. W: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*. Red. W. Przybylska-Kapuścińska. Difin, Warszawa 2009.
- Solarz J.K.: *Umieędzynarodowienie bankowości centralnej*. W: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*. Red. W. Przybylska-Kapuścińska. Difin, Warszawa 2009.
- Sotomska-Krzysztofik P., Szczepańska O.: *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*. „Materiały i Studia”, zeszyt nr 200, NBP, styczeń 2006.
- De Soto J.H.: *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*. Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009.
- Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M.: *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*. „Materiały i Studia”, zeszyt nr 179, NBP, listopad 2004.

Stiglitz J.E.: *Wizja sprawiedliwej globalizacji. Propozycje usprawnień*. PWN, Warszawa 2007.

Unia otwiera parasol bezpieczeństwa. „Rzeczpospolita” nr 107 z 10 maja 2010.

CENTRAL BANKING AND THE RESULTS OF THE FINANCIAL CRISIS OF THE GLOBAL ECONOMY

Summary

The main target of the article is an assessment of central banking role in a rapidly developing internal and external environment of the global economy. The worldwide financial market has shown that the goals of central banks and of monetary policy, despite ongoing internationalization, do not assure a satisfying level of the global economic security. Therefore the article presents the increasing role of regulatory discipline, executed by central banks in the banking systems. We have formulated a view that its consequence will be changes in monetary policy validation, quality of regulatory instruments and the central banks' functionality in financial markets.

CZYNNIKI UWZGLĘDNIANE W PROCESIE OCENY POZIOMU RYZYKA KREDYTOWEGO

Wprowadzenie

Przy podejmowaniu wszystkich decyzji kredytowych musi być uwzględniany stopień ryzyka. Musi on zostać skalkulowany przed podjęciem decyzji, aby móc oszacować prawdopodobieństwo nieuzyskania zamierzonych celów lub też poniesienia niezamierzonych strat. Ryzyko kredytowe powinno być szacowane w odniesieniu do korzyści oczekiwanych przez bank, wynikających z udzielonego kredytu. Z każdym udzielonym kredytem związany jest mniejszy lub większy poziom ryzyka. Banki mogą udzielić tylko takich kredytów, które nie przekraczają akceptowalnego przez nie poziomu ryzyka. Poziom ryzyka akceptowalny przez dany bank wynika z przyjętej przez bank strategii kredytowej. A zatem ocena ryzyka jest w procesie tworzenia strategii tym elementem, bez którego bank nie byłby w stanie określić tego, co uważa za stopień ryzyka możliwy do zaakceptowania.

1. Modele oceny ryzyka kredytowego

Jedną z bardziej popularnych klasyfikacji systemów i modeli szacowania ryzyka kredytowego jest ich podział stosownie do prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzeń związanych z niewykonaniem zobowiązania przez kredytobiorcę w stosunku do kredytodawcy oraz do wysokości oczekiwanej i nieoczekiwanej straty z tytułu tego zdarzenia. Wyróżnia się tutaj dwa typy modeli¹:

¹ A. Saunders: *Metody pomiaru ryzyka kredytowego – KMV, CreditMetrics, LAS, KAROC, Credit Risk Plus*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001, s. 58.

- modele niewykonania zobowiązania, które koncentrują się na szacowaniu prawdopodobieństwa niewykonania zobowiązania przez drugą stronę umowy kredytowej lub zakwalifikowaniu podmiotu gospodarczego do określonej klasy jakości kredytu (rating); zalicza się do nich modele scoringowe (punktacyjne), modele logitowe i parobitowe, analizę dyskryminacyjną, analizę skupień, sieci neuronowe, algorytmy genetyczne, nieparametryczne metody dyskryminacji i regresji, metody eksperckie, systemy ratingowe, model wyceny opcji Moody's KMV, metodę wyceny neutralnej względem ryzyka, modele aktuarialne,
- modele rynkowe, które opierają się na ustaleniu straty na skutek niewywiązania się z warunków umowy oraz oszacowaniu aktualnej wartości pożyczki z uwzględnieniem obecnego ratingu kredytobiorcy i prawdopodobieństwa jego zmiany; typowym przykładem tego modelu jest metoda Credit-Metrics, skonstruowana według koncepcji wartości zagrożonej.

W praktyce spotyka się też inne modele pomiaru ryzyka kredytowego, wydzielone z uwagi na zastosowane w ocenie zmienne, takie jak np.²:

- modele jakościowe, które wykorzystują niemierzalne i opisowe kryteria oceny zdolności kredytowej, takie jak np. pozycja firmy na rynku, jakość zarządzania firmą, siła związków zawodowych, stan koniunktury gospodarczej,
- modele ilościowe, które całkowicie bazują na stricte mierzalnych, ilościowych elementach oceny ryzyka; czasami określa się je mianem modeli statystyczno-matematycznych lub empiryczno-indukcyjnych, przy czym klasycznym przykładem jest analiza dyskryminacyjna E. Altmana oraz jej odmiany tworzone przez jego następców,
- modele mieszane, które charakteryzują się zastosowaniem zarówno kryteriów jakościowych, jak i ilościowych; określa się je mianem modeli tradycyjnych względnie logiczno-dedukcyjnych.

Uwzględniając natomiast podmiot konstruujący model i dokonujący oceny zdolności kredytowej wyróżnia się³:

- modele wewnętrzne, które są modelami oceny według specyficznych, wypracowanych przez konkretny bank reguł i standardów stwarzających podstawy do utworzenia własnych kategorii ryzyka kredytowego, którym porządkowane są prawdopodobieństwa niewypłacalności dłużnika,
- modele zewnętrzne, które są stosowane przez niezależne instytucje niebankowe; w ich wyniku powstaje opinia agencji ratingowej o ryzyku kredytowym emitenta określonych zobowiązań finansowych.

² Ibid., s. 58.

³ M. Wójciak: *Metody oceny ryzyka kredytowego*. PWE, Warszawa 2007, s. 66.

Niezależnie od przyjętego systemu, modelu i klasyfikacji, niemal w każdym uwzględnia się sytuację ekonomiczno-finansową kredytobiorcy/wnioskodawcy.

Żeby ocenić sytuację finansową kredytobiorcy (przeszłą, bieżącą lub prognozowaną), która stanowi podstawową determinantę jego zdolności kredytowej, należy dokonać analizy danych ilościowych i jakościowych. W latach 1993-1998 dla tych grup mierników ryzyka kredytowego używano określenia „czynniki/mierniki obiektywne”, które obejmowały mierniki ilościowe oraz „czynniki/mierniki subiektywne”, zawierające elementy jakościowo-opisowe. A zatem samo nazewnictwo sugerowało wagę i znaczenie tych czynników w ocenie zdolności kredytowej. Od 1999 roku zamiast określenia „obiektywne” i „subiektywne” prawodawca wprowadził pojęcie pozornie bardziej neutralne – mierniki „ilościowe” i „jakościowe”. W żadnym z aktów prawnych nie ma sugestii co do proporcji w zakresie stosowania tych dwóch różnych grup czynników. Banki stosowały bardzo różnorodne, elastyczne podejście w tym względzie. Do połowy lat 90. ubiegłego wieku kryteria jakościowe były często używane jako swego rodzaju „miękkie” narzędzie korekty oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej na podstawie typowo ilościowych kryteriów analizy finansowej. Jednak w późniejszym okresie zaczęto zwracać uwagę na tego typu zabiegi czy wręcz manipulacje. W konsekwencji doszło do ustalenia niepisanego kanonu. Renomowani audytorzy działalności największych banków komercyjnych, jak również aparat kontrolny przywiązują obecnie większe znaczenie do kryteriów ilościowych. W praktyce w punktowej relacji oceny zdolności kredytowej przekłada się na stosunek 2:1, ok. 67 proc. dla czynników ilościowych; 33 proc. dla czynników jakościowych. Jednak główną przesłanką przyjętych proporcji mierników ilościowych i jakościowych wykorzystywanych w ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej powinien być zakres dostępnych wiarygodnych i aktualnych informacji o kredytobiorcy i jego otoczeniu. Dlatego też inne rozwiązania muszą być przyjęte do oceny ryzyka dużego, średniego czy małego przedsiębiorstwa, inne wobec podmiotów prowadzących księgi handlowe, jeszcze inne dla funkcjonujących w oparciu o uproszczoną rachunkowość czy dla jednostek samorządu terytorialnego lub deweloperów⁴.

Zgodnie z wprowadzonymi pod koniec 1992 roku podstawowymi regulacjami systemowymi banki mogły wykorzystywać fakultatywnie dowolną liczbę mierników, a zalecenia w tym względzie były mało wiążące. Pierwsze dwa akty regulacyjne, tj. Zarządzenia nr 19/92 i 13/94, nie odróżniały zyskowości kapitału od rentowności, a do oceny wypłacalności krótkoterminowej

⁴ Ibid., s. 98-99.

zalecano stosowanie jednego wskaźnika płynności. Dopiero regulacja systemowa z końca 2001 roku zobligowała banki do dokładniejszego analizowania sytuacji ekonomiczno-finansowej przy wykorzystaniu elementarnych zakresów analizy wskaźnikowej. Ponadto unormowanie to wprowadziło wyraźne przyzwolenie na ocenę sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorcy odpowiednio do jego statusu czy charakteru działalności. Poza tymi dość ogólnymi wytycznymi banki mają nadal pełną swobodę w zakresie stosowania różnych wskaźników. Ujednolicenie wag poszczególnych wskaźników bądź grup wskaźników nie jest jednak zasadne, ponieważ nie uwzględnia wartości poznawczej i analitycznej wskaźnika. Praktyka potwierdza bowiem, że wskaźniki płynności finansowej w krótkim okresie mają większe znaczenie niż wskaźniki rentowności. Natomiast w długim okresie wskaźnik rentowności z działalności operacyjnej determinuje wręcz egzystencję dłużnika. Żeby móc zinterpretować wskaźnik należy przyjąć odpowiednią bazę odniesienia dla właściwego wartościowania poziomu i kierunków zmian poziomu wskaźnika. W tej kwestii banki mogą stosować⁵:

- teoretyczne, ale jednocześnie dość zawodne, wzorce graniczne wskaźników, np. wskaźnik płynności szybkiej – $QR \geq 1.2$,
- przedziały średnie wskaźnika w określonym dziale gospodarki narodowej, np. działalność produkcyjna, budowlana, handlowa, usługowa,
- wskaźniki średnie arytmetyczne w konkretnym otoczeniu branżowym pod względem wielkości firmy, jej własności, regionu działalności,
- ocenę dynamiczną lub ocenę odchyień od przyjętych założeń, planu.

Przyjmowanie przez poszczególne banki odpowiednich baz porównawczych determinuje wynik ratingu kredytowego, a w konsekwencji sprawia, że wyniki sporządzanych ocen ekonomiczno-finansowych są niespójne⁶.

Jakościowe kryteria oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorcy w zasadzie nie ulegały zmianom od pierwszych w tej kwestii regulacji. Od początku były to mierniki związane z oceną jakości zarządzania, stopniem zależności od dużych odbiorców lub dostawców, rynku, dotacji rządowych. Podobnie jak w odniesieniu do czynników ilościowych, w pierwszych dwóch regulacjach systemowych nie ograniczano listy czynników jakościowych. Dopiero Rozporządzenia MF z 2001 i 2003 roku zawierały pewne bardziej rygorystyczne elementy, narzucające ich praktyczne stosowanie. W zapisach legislacyjnych nie zawarto jednak żadnych wskazówek co do wagi poszczególnych

⁵ M.S. Wiatr: *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem kredytowym. Elementy systemu*. SGH w Warszawie, Warszawa 2008, s. 102.

⁶ Ibid., s. 102.

czynników w ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej. Banki mogą zatem swobodnie decydować w tej kwestii⁷.

2. Czynniki jakościowe i ilościowe wykorzystywane w ocenie ryzyka kredytowego – wyniki badań

Skoro banki mogą swobodnie decydować w kwestii doboru parametrów uwzględnianych w ocenie ryzyka kredytowego, to taka sytuacja rodzi wiele pytań, np. jakie w praktyce bankowej cechy z obszaru ilościowego i jakościowego podlegają ocenie? Czy są one spójne, czy nie, jeśli chodzi o obszar w poszczególnych bankach? Jaki jest wpływ poszczególnych zmiennych na łączną ocenę kredytową? Czy między bankami jest duża różnica, jeśli chodzi o te wagi? W tym celu zostanie porównanych osiem modeli oceny ryzyka kredytowego udostępnionych przez różne banki (dla ochrony ich tajemnicy handlowej nie zostaną wyjawione ich nazwy, a będą one zastąpione kolejnymi literami alfabetu). Analiza została przeprowadzona na podstawie obowiązujących w bankach modeli wg stanu na pierwszy kwartał 2010 roku.

W kwietniu 2010 roku przeprowadzono wśród banków, które aprobująco zareagowały na wysłaną w marcu 2010 roku prośbę o udostępnienie wybranych elementów procedur kredytowych, wywiad ustrukturyzowany, którego celem było uzyskanie odpowiedzi na wcześniej postawione pytania. Wywiad przeprowadzono w dziewięciu bankach, jednak w jednym z banków otrzymane dane nie były w pełni możliwe do wykorzystania, a bank ów udostępnił dane głównie związane z oceną ryzyka kredytowania rolników indywidualnych, natomiast w obszarze zainteresowania leżały podmioty gospodarcze. Warto zauważyć, że niektóre banki mają odrębne zasady oceny dla grup kapitałowych (takie dane w niniejszym opracowaniu nie zostały wykorzystane), ze względu na formę opodatkowania (wówczas w analizie uwzględnione zostały jedynie podmioty rozliczające się na zasadach ogólnych), a także niekiedy ze względu na wielkość przedsiębiorstwa mierzoną obrotem (wówczas wykorzystywane są dane z sektora przedsiębiorstw małych i średnich). Bywa też, że banki stosują różne wagi do tych samych ocenianych obszarów w zależności od rodzaju kredytu, inaczej w przypadku finansowania obrotowego, a inaczej inwestycyjnego (wówczas wzięto pod uwagę finansowanie obrotowe). Ostatecznie zaprezentowane dalej wyniki oparte są na informacji z ośmiu banków działających na terenie kraju.

⁷ Ibid., s. 102.

Zgodnie z oczekiwaniami w każdym z analizowanych banków w ocenie ryzyka kredytowego uwzględniane są zarówno czynniki ilościowe, jak i jakościowe.

Tabela 1

**Oceniane grupy czynników ryzyka kredytowego i ich udział
w łącznej ocenie kredytowej**

Wyszczególnienie	Bank								Średnia
Czynniki	A	B	C	D	E	F	G	H	
Ilościowe	55%	67%	65%	60%	60%	67%	79%	58%	64%
Jakościowe	45%	33%	35%	40%	40%	33%	21%	42%	36%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych przekazanych przez banki.

Średni udział czynników ilościowych w ocenie ryzyka kredytowego w poddanej analizie próbie banków wynosi 64%, zaś czynniki jakościowe stanowią 36% oceny łącznej, co zgodne jest z wcześniej prowadzonymi badaniami prof. Wiatra. Najwyższy udział czynników ilościowych w jednym z banków wynosi aż 79% łącznej oceny kredytowej, z kolei najniższy udział tej grupy czynników wynosi 55%. Warto zauważyć, że w każdym z objętych badaniem banków waga czynników ilościowych jest dominująca.

Analizując czynniki ilościowe wykorzystywane przez poszczególne banki w procesie oceny ryzyka kredytowego można zauważyć, że katalog ten jest w poszczególnych bankach bardzo podobny, choć czasami tylko pozornie, bowiem niejednokrotnie, pomimo takiej samej nazwy wskaźnika finansowego, szczegółowa jego konstrukcja nie jest jednorodna (bywa, że do tak samo nazywanego wskaźnika wykorzystywane są inne wielkości finansowe). Z całą pewnością podobieństwo jest obserwowane, biorąc pod uwagę grupy ocenianych zmiennych. Praktycznie zawsze ocenie podlega grupa wskaźników rentowności, płynności, zadłużenia i sprawność działania przedsiębiorcy. Jeden z banków ocenia też perspektywy przyszłych przepływów pieniężnych, a inny możliwość zgromadzenia dodatkowych zasobów kapitałowych przez przedsiębiorcę i obroty na rachunku bankowym (ta zmienna oceniana jest również w jeszcze jednym z analizowanych banków).

W ramach czynników ilościowych największy wpływ na ocenę ryzyka kredytowego wywiera ocena sprawności działania, której średni udział w strukturze parametrów ilościowych wynosi 26%. Ocena sprawności działa-

nia w pięciu na osiem analizowanych banków jest na pierwszym miejscu pod względem udziału w strukturze zmiennych ilościowych, choć trzykrotnie dzieli tę lokatę z innymi czynnikami. Jej udział w tej strukturze parametrów ilościowych waha się między 15% a 35%.

Drugą pod względem wpływu na łączną notę kredytową grupą zmiennych ilościowych jest płynność przedsiębiorstwa, której średni udział wynosi 24%, zaś zawiera się w przedziale od 16% do 35%.

Kolejną grupą zmiennych ilościowych z uwagi na udział w strukturze tych zmiennych w ocenie ryzyka kredytowego jest rentowność przedsiębiorstw, której średni udział wynosi 22%, natomiast średnio 21% oceny ilościowej zależy od zadłużenia kredytobiorców (choć cecha ta aż w trzech różnych bankach ma największy wpływ spośród zmiennych ilościowych na łączną ocenę ryzyka kredytowego).

Tabela 2

Czynniki ilościowe i ich znaczenie w ocenie ryzyka kredytowego

Wyszczególnienie	Bank								Średnia
Grupy zmiennych	A	B	C	D	E	F	G	H	
Rentowność	20%	16%	30%	18%	20%	25%	23%	27%	22%
Płynność	35%	16%	20%	22%	30%	25%	19%	23%	24%
Sprawność	35%	22%	30%	15%	30%	20%	25%	20%	26%
Zadłużenie	10%	26%	20%	30%	20%	30%	15%	30%	21%
Inne		20%		15%			18%		7%
Razem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: Ibid.

Katalog wykorzystywanych w procesie szacowania ryzyka kredytowego parametrów jakościowych w wielu bankach jest podobny, chociaż opis nawet czasem tak samo nazwanych zmiennych i opisujących ten sam aspekt gospodarowania wskazuje na inne aspekty omawianej zmiennej. Dostatecznie ocenia się charakter i perspektywę branży, w której podmiot gospodarczy działa lub do której głównie sprzedaje swoje produkty, towary czy usługi. Ocenie zwykle podlega także konkurencyjność i innowacyjność oferowanego produktu, stopień powiązań gospodarczych z odbiorcami i dostawcami, jakość i nowoczesność uzbrojenia technicznego przedsiębiorcy, możliwości zbytu i sieć dystrybucji, kwalifikacje zarządu i kierownictwa, a niekiedy także tempo fluktuacji tych kadr, okres działania przedsiębiorstwa na rynku, zakres i okres współpracy z bankiem i jej jakość, ze szczególnym uwzględnieniem historii

kredytowej, a także jakość informacji finansowych oraz możliwości ich pozyskiwania. Niekiedy też ocenia się wrażliwość przychodów przedsiębiorcy na sezonowość i cykle koniunkturalne, prowadzoną politykę marketingową czy rozpoznawalność marki. W systemie szacowania ryzyka kredytowego dosyć często pod uwagę brane jest wnioskowane zabezpieczenie transakcji kredytowej.

Generalnie czynniki jakościowe uwzględniane w ocenie ryzyka kredytowego przedsiębiorstw można podzielić na następujące grupy:

- a) warunki zewnętrzne funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku, gdzie zalicza się m.in. branżę, konkurentów, jakość produktu, powiązania gospodarcze itp.,
- b) jakość zarządzania przedsiębiorstwem, gdzie zalicza się m.in. kwalifikacje i fluktuację kadry zarządzającej, okres działania przedsiębiorstwa, politykę marketingową i cenową, jakość planowania itp.,
- c) współpraca z bankiem, gdzie uwzględnia się zakres i efektywność współpracy z klientem, historię tej współpracy, dostępność informacji finansowych itp.,
- d) zabezpieczenie prawne kredytu, gdzie pod uwagę bierze się m.in. płynność i wartość zabezpieczenia.

Tabela 3

Czynniki jakościowe i ich znaczenie w ocenie ryzyka kredytowego

Wyszczególnienie	Bank								Średnia
Grupy zmiennych	A	B	C	D	E	F	G	H	
Warunki zewnętrzne	36%	30%	33%	40%	52%	50%	38%	35%	39%
Jakość zarządzania	21%	20%	17%	20%	32%	25%	22%	20%	22%
Współpraca z bankiem	12%	20%	20%	20%	8%	15%	15%	20%	16%
Zabezpieczenie	31%	30%	30%	20%	8%	10%	25%	25%	23%
Razem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: Ibjd.

Wśród czynników jakościowych dominujący wpływ na ocenę ryzyka kredytowego mają zewnętrzne, rynkowe warunki funkcjonowania przedsiębiorstwa, których średni udział w strukturze czynników jakościowych uwzględnianych w ocenie ryzyka kredytowego przedsiębiorców wynosi 39% (a waha się w przedziale od 30% do 52%). Warto podkreślić, że w każdym

z ośmiu uwzględnionych w badaniu banków zmienne zaliczane do warunków zewnętrznych zajmują pierwsze miejsce w hierarchii zmiennych jakościowych, w jednym tylko z banków dzieląc to miejsce z zabezpieczeniem prawnym należności bankowej.

Właśnie zabezpieczenie prawne kredytu w strukturze zmiennych jakościowych zajmuje drugie miejsce, ze średnią wagą 23%, nieco tylko mniejszą wagę notuje grupa parametrów zaliczanych do jakości zarządzania przedsiębiorstwem, natomiast relatywnie najmniej istotną zmienną w ocenie ryzyka jest historia dotychczasowej współpracy kredytobiorcy z bankami.

Podsumowanie

Wyniki prezentowanego badania, jak i wcześniej już przytaczanych poszukiwań wskazują, że banki istotnie korzystają z pełnej swobody w doborze czynników uwzględnianych w procesie oceny ryzyka kredytowego. Pomimo tej swobody można doszukać się wielu podobieństw, jeśli wziąć pod uwagę grupy uwzględnianych przez banki w analizach kredytowych zmiennych.

Biorąc pod uwagę podstawowy podział parametrów na ilościowe i jakościowe, można zaobserwować dominację parametrów ilościowych, które stanowią średnio 64% łącznej oceny kredytowej, chociaż podkreślić należy, że wagi dotyczące konkretnych zmiennych między bankami wykazują dość znaczne zróżnicowanie.

Wśród parametrów ilościowych największy udział i znaczenie mają wskaźniki opisujące sprawność zarządzania majątkiem przedsiębiorstwa, natomiast wśród parametrów jakościowych największa waga przypisywana jest do warunków rynkowych, zewnętrznych wobec przedsiębiorcy.

Literatura

- Saunders A.: *Metody pomiaru ryzyka kredytowego – KMV, CreditMetrics, LAS, KAROC, Credit Risk Plus*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.
- Wiatr M.S.: *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem kredytowym. Elementy systemu*. SGH w Warszawie, Warszawa 2008.
- Wójciak M.: *Metody oceny ryzyka kredytowego*. PWE, Warszawa 2007.

FACTORS TAKEN INTO CONSIDERATION IN THE PROCESS OF THE CREDIT RISK VALUATION

Summary

With each credit decision banks take into account the risk level. In legal documents there is no clear indication of how to estimate this risk, what factors should be taken into account and what significance should be ascribed. Thus, banks are free to decide about this issue.

The banking practice has led to the development of various methods and techniques of the credit valuation. The common feature of these procedures is to take into consideration the qualitative and quantitative features.

The 2010 research was conducted on a sample of eight banks answering the question what factors banks took into consideration while estimating the credit risk levels and what significance was ascribed to a particular factor. The average 64% of the combined credit valuation is dependent on the quantitative factors, the remaining 36% is dependent on the qualitative variables. Among the quantitative factors the most significant features are the financial indicators describing a company's performance, whereas among the qualitative factors are market factors which are external to an enterprise.

II. RYNKI FINANSOWE

NADZWYCZAJNE REGULACJE RYNKÓW KAPITAŁOWYCH W OKRESIE KRYZYSU

Wprowadzenie

Tradycyjny podział rynku kapitałowego na rynek regulowany i nieregulowany w ostatnich latach nabrał szczególnego znaczenia. Z definicji rynkiem regulowanym są zorganizowane miejsca obrotu, podlegające nadzorowi odpowiedniego organu zarówno podmiotowo – instytucja organizująca obrót, jak i przedmiotowo – instrumenty finansowe. Typowym rynkiem regulowanym są więc giełdy papierów wartościowych.

Nieco bardziej złożone podejście dotyczy rynków nieregulowanych, nazywanych również pozagiełdowymi, bo, w zależności od kraju i przepisów, podlegają różnemu nadzorowi. Typowy rynek nieregulowany nie jest nadzorowany przez uprawniony organ i w rzeczywistości jest tworzony przez brokerów, dealerów, domy maklerskie i inne instytucje finansowe. Bardzo często ani sam organizator („kreator”) rynku, ani instrumenty przez niego tworzone nie są ściśle regulowane przez przepisy. W Polsce sytuacja jest nieco odmienna i jednocześnie bezpieczniejsza z punktu widzenia inwestorów. Otóż instrumenty rynku pozagiełdowego nie muszą podlegać Komisji Nadzoru Finansowego, natomiast sam organizator rynku – tak.

Wyróżnienie rynku regulowanego ma szczególne znaczenie, ponieważ w tym właśnie obszarze rynku finansowego wprowadza się nieraz pewne ograniczenia mające na celu, przynajmniej w założeniu, zapewnić bezpieczny obrót i „właściwą”¹ wycenę instrumentów. Ograniczenia najczęściej dotyczą:

¹ Określenia *właściwa wycena* i *poszukiwanie właściwej wyceny* wskazują na utopijne idealizowanie rynków finansowych jako miejsca, gdzie sytuacja fundamentalna i informacja dotycząca danego waloru mają znaczący wpływ na cenę. W rzeczywistości cena zależy wyłącznie od popytu i podaży, a te parametry wynikają bezpośrednio z zachowania inwestorów. Nie są więc tak naprawdę istotne same dane, lecz reakcja na nie i zestawienie ich z wcześniejszymi oczekiwaniami i prognozami.

- pracy całego rynku (giełdy),
- wykonywania określonych procedur i transakcji.

Ograniczenia te nie dotyczą rynków nieregulowanych, na których zasady ustalane są zwykle przez pojedyncze, stosunkowo małe podmioty, a nadmierne regulacje mogłyby doprowadzić do odpływu klientów.

Kluczowym więc pytaniem jest, w jaki sposób i czy faktycznie dodatkowe regulacje wpływają na rynek i jego uczestników? Czy oddziaływanie regulacji, nakazów i zakazów zmienia profil rynku i dynamikę wahań cen? Czy niekorzystne zjawiska są stabilizowane i/lub likwidowane przez upośledzenie naturalnego mechanizmu popytu i podaży? I, co nie mniej istotne, czy zaufanie inwestorów nie zmniejszy się, gdy będą oni narażeni na niezapowiedziane zmiany w sposobie obrotu ich instrumentami lub nadużywanie przez organizatora obrotu procedur ograniczających handel?

1. Zawieszenie obrotu

Najpoważniejszą regulacją związaną z sytuacją nadzwyczajną na rynku jest wstrzymanie obrotu. Tradycyjnie większość giełd stosuje ograniczenia wahań kursu (tzw. widełki)², które zapobiegają nadmiernej zmianie ceny w ramach jednej sesji giełdowej i/lub ograniczają odchylenia cen pomiędzy kolejnymi transakcjami³.

Ponadto regulaminy giełd, w tym warszawskiej GPW, w określonych przypadkach mogą zawiesić obrót lub wykluczyć z obrotu dany instrument.

Zawieszenie następuje:

- na wniosek emitenta,
- w przypadku zagrożenia interesów i bezpieczeństwa uczestników obrotu,
- w przypadku naruszenia przepisów giełdy lub zachowań niezgodnych z ustawami regulującymi obrót⁴.

Jeżeli naruszenie przepisów przez emitenta jest rażące i umyślne, możliwe jest całkowite wykluczenie z obrotu. Pozostałe przypadki, specyficzne dla

² Por. *Regulamin Giełdy*, §132. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, maj 2010.

³ Widełki dynamiczne, ograniczające nadmierną zmianę ceny pomiędzy kolejnymi transakcjami, zostały wprowadzone na GPW w Warszawie w 2004 roku po dwóch sesjach giełdowych w styczniu i w lutym, na których dokonano manipulacji (brak jednak prawomocnego wyroku skazującego sprawców) kursem kontraktów terminowych na indeks WIG20. Do przesunięcia kursu o maksymalną dopuszczalną wartość w dół i w górę wykorzystano niską płynność instrumentu oraz lawinową aktywację zleceń warunkowych. Obecnie widełki dynamiczne zapobiegają takim sytuacjom, automatycznie wstrzymując obrót.

⁴ Por. *Regulamin Giełdy*..., op. cit.

każdej giełdy, znajdują się zawsze w regulaminach obrotu. GPW wyklucza także w przypadku (wybrane):

- ograniczonej zbywalności akcji,
- zniesienia dematerializacji,
- ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji,
- połączenia emitenta z innym podmiotem,
- braku transakcji w ostatnich 3 miesiącach⁵.

Wskazane przypadki i procedury zawieszenia obrotu dotyczą sytuacji nadzwyczajnych na rynku, ale są z góry określone i znane uczestnikom obrotu. Jeśli jednak mają miejsce wydarzenia nieuwzględnione w standardowych zapisach regulaminów, giełdy lub organy nadzoru zwykle wprowadzają dodatkowe regulacje.

Skrajnym przypadkiem było wstrzymanie obrotu całego rynku na skutek gwałtownych spadków cen podczas drugiej fali kryzysu w 2008 roku. Taką technikę obrony przed deprecjacją głównych indeksów zastosowały dwie rosyjskie giełdy – RTS (Rosyjski System Handlowy) oraz MICEX (Moskiewska Międzybankowa Giełda Walutowa). 17 września 2008 Federalna Służba ds. Rynków Finansowych podjęła decyzję o zamknięciu parkietów, by ostudzić emocje tamtejszych inwestorów i zatrzymać paniczną wyprzedaż papierów, która doprowadziła do przeceny 16 września o 11,47% (RTS) i 17,45% (MICEX)⁶.

Choć rynki finansowe zwykle negatywnie reagują na interwencje ze strony nadzoru, to blokada przyniosła oczekiwany skutek. Po wznowieniu notowań w piątek 19 września 2008 RTS zyskał 22,39%, a MICEX poszybował w górę o 28,69% i były to rekordowe wzrosty w historii rosyjskiej giełdy. Należy także podkreślić, że nadzór czuwał nad rynkiem w okresie aprecjacji i zarządził dwie ponadgodzinne przerwy podczas imponującej wzrostami sesji giełdowej⁷.

Rosyjskie giełdy „słyną” z radykalnych rozwiązań i w okresie kryzysu 2007-2009(?) kilka razy zawieszały obrót. W czasie podejmowania decyzji przez rząd USA o przyznaniu pomocy instytucjom kredytowym zagrożonym bankructwem (październik – listopad 2008) na rynek spływały sprzeczne i zaskakujące informacje, które wpłynęły na wzrost zmienności na światowych parkietach. 13. listopada 2008 zarząd giełdy w Moskwie wstrzymał obrót na rynku RTS na godzinę, natomiast MICEX zawieszono ponownie na dwa dni⁸.

⁵ Por. *Regulamin Giełdy...*, op. cit.

⁶ Por. *Moskiewskie giełdy wznowiły handel*. „Gazeta Wyborcza”, 30.09.2008.

⁷ Por. *Historyczny lot w górę rosyjskich giełd*. „Gazeta Prawna”, 19.09.2008.

⁸ Por. *Giełdy znowu ruszyły w dół, załamanie w Moskwie*. „Gazeta Wyborcza”, 13.11.2008.

Na pozostałych głównych indeksach światowych nie zanotowano zbyt wielu zawieszeń obrotu na skutek nadmiernych spadków. Jedną z najważniejszych giełd – NYSE – interweniowała w tej kwestii tylko kilka razy:

- 1873 rok – zawieszenie notowań po bankructwie wielkiego inwestora giełdowego Jaya Cooke’a (zachwianie systemem finansowym), giełda nieczynna od 18 do 30 września,
- 1914 rok – zamknięcie giełdy na cztery i pół miesiąca po wybuchu I wojny światowej (handel przeniósł się poza giełdę),
- 1963 rok – 22 listopada wstrzymano obrót na skutek zamachu na prezydenta Kennedy’ego,
- 1987 rok – rozważano zawieszenie giełdy po spadku DJIA o 508 punktów w czasie jednej sesji (w końcu nie wstrzymano notowań),
- 1997 rok – chwilowe zawieszenie po spadku DJIA o 554 punkty⁹.

Porównując kryzys ostatnich lat z poprzednimi wielkimi okresami bessy można dojść do wniosku, że czasowe wstrzymanie obrotu mogłoby mieć uzasadnienie, jeśli uwzględni się tempo spadków. Na rysunku 1 przedstawiono cztery największe okresy spadków na giełdach, a dekonstrukcja zapoczątkowana w 2007 roku jest rekordową pod względem wielkości spadku (56,8%) w najkrótszym okresie (17 miesięcy).

Warto jednak zauważyć, że obecnie dostęp do rynków jest znacznie szybszy niż jeszcze kilka lat temu, więc inwestorzy nie mają problemu ze sprawnym złożeniem zlecenia zamykającego ich stratną inwestycję. Ponadto mimo znacznych spadków w długim okresie, nie odnotowano rekordowo dużych zniżek w ciągu jednej sesji, dlatego nie było konieczne wprowadzanie dodatkowych procedur zawieszających handel.

2. „Zamach” na krótką sprzedaż

Krótką sprzedaż akcji od lat wzbudza kontrowersje, zwykle wśród inwestorów, którzy nie potrafią jej stosować (a w szczególności wśród tych, dla których nie generuje dochodu). Procedura ta umożliwia osiąganie zysków podczas deprecjacji cen akcji¹⁰.

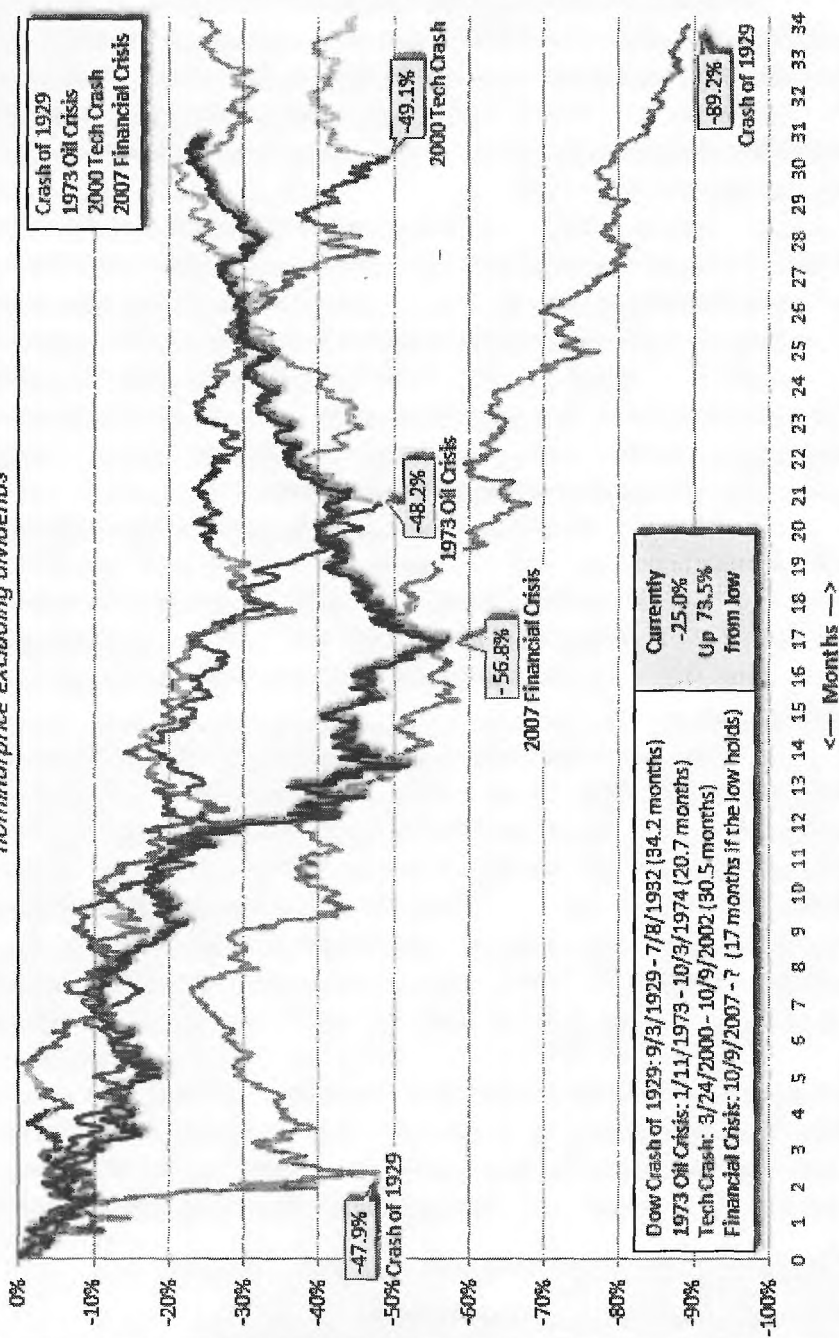
⁹ Por. J. Rothchild: *Księga bessy*: WIG-Press, Warszawa 2000, s. 301.

¹⁰ Należy rozróżnić krótką sprzedaż akcji od krótkiej pozycji w kontraktach terminowych. W pierwszym przypadku procedura polega na pożyczeniu akcji, sprzedaniu ich na rynku, odkupieniu po niższej cenie i zwróceniu akcji do pierwotnego właściciela. Natomiast krótka pozycja w kontraktach jest po prostu deklaracją sprzedaży instrumentu bazowego w przyszłości.

Four Bad Bear Markets

Dow in 1929-1932; S&P 500 in 1973-74, 2000-02, 2007-09

nominal price excluding dividends



Rys. 1. Tempo spadków amerykańskich giełd podczas największych kryzysów światowych

Źródło: DShort.com, 4.05.2010 r.

Inwestorom stosującym krótką sprzedaż zarzuca się, że doprowadzają do nadmiernych i zbyt szybkich spadków oraz, poprzez manipulację fałszywymi informacjami, wywołują panikę na parkietach giełdowych. Tymczasem podobne zarzuty można skierować wobec spekulantów posiadających pozycje długie, a jedyna różnica polega na tym, że grają oni nie na spadki, lecz na wzrosty, ale cel pozostaje ten sam – zysk.

Niemniej z uwagi na fatalne nastroje inwestorów podczas bessy, krótka sprzedaż (jako strona zarabiająca w czasie trendu spadkowego) od lat jest piętnowana i postrzegana jako główny winowajca strat. Dlatego organy nadzorujące rynki na świecie wprowadzają ograniczenia w stosowaniu tej procedury.

Pierwszy oficjalny zakaz stosowania krótkiej sprzedaży został wprowadzony na nowojorskiej giełdzie w 1931 roku, ale zniesiono go po dwóch dniach, gdy okazało się, że wolumen krótkich pozycji stanowił mniej niż 1% rynku, więc nie mógł wywołać gwałtownych spadków¹¹.

W 1938 roku wprowadzono tzw. zasadę *uptick*¹², która zabraniała otwierania krótkich pozycji, jeśli wcześniej nie nastąpił przynajmniej jeden ruch ceny w górę (cena ostatniej transakcji wyższa od ceny przedostatniej transakcji). Zasada ta obowiązywała aż do 2007 roku¹³, ale już w 2009 roku, po kryzysie wywołanym problemami rynku *subprime*, SEC rozważała jej ponowne wprowadzenie.

Podczas ostatniego kryzysu kilka rynków światowych ograniczyło dostęp do krótkiej sprzedaży. W połowie września 2008 brytyjski nadzór zakazał krótkiej sprzedaży akcji spółek finansowych, a kilka dni później podobną regulację wprowadziła amerykańska Komisja Nadzoru. Wszczęto również dochodzenie w sprawie nadużyć związanych z krótką pozycją w akcjach zagrożonych instytucji finansowych, w szczególności wykorzystania tzw. „nagiej” krótkiej sprzedaży^{14,15}. Mniej surowe regulacje (o mniejszym zasięgu) wprowadzono we Francji i w Niemczech. Natomiast Japonia nie zmieniła zasad.

W 2008 roku International Securities Lending Association (ISLA), Alternative Investment Management Association (AIMA) oraz London Investment Banking Association (LIBA) powołały niezależnych analityków do zbadania wpływu zakazu krótkiej sprzedaży na zachowanie rynku. Głównym celem było sprawdzenie, czy krótka sprzedaż faktycznie znacząco zwiększa dy-

¹¹ Por. J. Rothchild: Op. cit., s. 307.

¹² Rule 10a-1. U.S. Securities and Exchange Commission.

¹³ Rule 201 Regulation SHO. U.S. Securities and Exchange Commission.

¹⁴ „Naga” krótka sprzedaż polega na zajęciu pozycji krótkiej w akcjach bez uprzedniego pożyczania instrumentów. Jest to procedura nielegalna. Wykorzystuje luki w prawie, systemach informatycznych i rozliczeniowych.

¹⁵ Por. *Krótką sprzedaż pod lupą urzędów regulacyjnych*. „Rzeczpospolita”, 19.09.2008.

namikę spadków podczas bessy. Badania statystyczne udowodniły, że zachowanie rynku niewiele różniło się przed i po wprowadzeniu nowych regulacji, a wszelkie zmiany (jeśli wystąpiły) były nieistotne statystycznie i mogły wynikać z innych czynników niż zastosowany zakaz¹⁶.

W innym badaniu przeprowadzonym przez ekspertów EDHEC Risk and Asset Management Research Centre¹⁷ wskazuje się niemal całkowity brak powiązania pomiędzy blokadą krótkiej sprzedaży i przyspieszonymi spadkami cen akcji. Przede wszystkim wynika to z wykorzystywania przez inwestorów grających na zniżkę instrumentów pochodnych, których zakaz nie dotyczył¹⁸.

Co więcej, akcje instytucji finansowych najbardziej narażone na spadki w okresie utraty zaufania do banków miały (i mają) bliskie instrumenty pochodne w postaci kontraktów różnic kursowych (CFD). CFD to instrumenty, które niemal doskonale korelują z akcjami i są tworzone na rynkach pozagiełdowych przez niezależnych *market makerów*. Odgórne regulacje więc ich nie dotyczyły i żaden broker nie zawiesił obrotu nimi.

Podsumowanie

Nadzwyczajne procedury wprowadzane na giełdach w okresie kryzysu przynoszą coraz mniejszy skutek. Rynki finansowe decentralizują się, powstają niezależne platformy obrotu, rozkwita handel elektroniczny, a przez to słabsza jest reakcja na wszelkie regulacje organów giełdowych lub instytucji nadzorujących. Dzięki temu jedynym (słusznym) kryterium wyceny instrumentów pozostaje nadal popyt i podaż.

Regulacje są natomiast bardzo pożądane przez inwestorów w sferze ściągania przestępstw rynku kapitałowego – manipulacje, wykorzystanie informacji poufnych – a niestety obszar ten jest wciąż w wielu krajach zaniedbywany¹⁹.

¹⁶ Wyniki badań są dostępne w dokumencie: I.W. Marsh i N. Niemer: *The Impact of Short Sales Restrictions*. ISLA, 30.11.2008.

¹⁷ Wyniki badań są dostępne w dokumencie: A. Lioui: *The Undesirable Effects of Banning Short Sales*. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, kwiecień 2009.

¹⁸ Zakaz stosowania krótkich pozycji nie może obejmować instrumentów pochodnych, ponieważ wówczas derywat przestałby istnieć.

¹⁹ W Polsce nie było dotąd prawomocnego wyroku sądu w sprawie manipulacji i/lub wykorzystania informacji poufnych przez *insiderów*, choć KNF składała wiele razy zawiadomienia o popełnieniu przestępstw.

Literatura

- Giełdy znowu ruszyły w dół, załamanie w Moskwie.* „Gazeta Wyborcza”, 13.11.2008.
- Historyczny lot w górę rosyjskich giełd.* „Gazeta Prawna”, 19.09.2008.
- Krótką sprzedaż pod lupą urzędów regulacyjnych.* „Rzeczpospolita”, 19.09.2008.
- Lioui A.: *The Undesirable Effects of Banning Short Sales*. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, kwiecień 2009.
- Marsh I.W., Niemer N.: *The Impact of Short Sales Restrictions*, ISLA, 30.11.2008.
- Moskiewskie giełdy wznowiły handel.* „Gazeta Wyborcza”, 30.09.2008.
- Regulamin Giełdy.* Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, maj 2010.
- Rothchild J.: *Księga bessy*. WIG-Press, Warszawa 2000.
- Rule 10a-1.* U.S. Securities and Exchange Commission.
- Rule 201 Regulation SHO.* U.S. Securities and Exchange Commission.
- DShort.com

EXTRAORDINARY REGULATIONS OF THE CAPITAL MARKETS IN THE PERIOD OF CRISIS

Summary

The article is a review of the most important regulations imposed on the financial markets during the subprime crisis. It indicates the most common procedures which protected investors' business and assured their safety.

During 2007-2009 the global crisis turnover on the stock exchanges was temporarily suspended (on specific instruments or even on the whole bourses) in order to hold and diminish the sell-panic. Moreover, the severe limitations were imposed on the short-selling procedures, because *bears* were suspected to be the main reason of the fast-falling markets.

TARN (TARGET REDEMPTION NOTE) JAKO ALTERNATYWA DLA LOKATY FORMA BEZPIECZNEGO INWESTOWANIA

Wprowadzenie

Rozwój rynków finansowych przejawia się w wielu aspektach i sprowadza się do zmian zarówno ilościowych, jak i jakościowych. Wzrasta liczba uczestników rynku, zaczynają funkcjonować nowe podmioty, zwiększa się wachlarz dostępnych instrumentów finansowych, a część oferowanych wcześniej instrumentów ewoluuje lub zyskuje nową jakość poprzez np. wykorzystanie nowoczesnej technologii. Rozwój rynków finansowych oznacza także większą znajomość tego rynku, a także większą świadomość jego uczestników w zakresie własnych potrzeb i preferencji.

Oferta rynku finansowego w zakresie możliwości inwestowania jest bardzo szeroka i zróżnicowana, co może skutecznie wpływać na skłonność do oszczędzania i inwestowania. Najważniejszymi kryteriami, jakimi kierują się potencjalni inwestorzy przy wyborze inwestycji, są jej efektywność i ryzyko. Inwestorzy poszukują instrumentów o wyższej niż wolna od ryzyka lub przeciętna na rynku stopie zwrotu oraz takich, które charakteryzuje satysfakcjonujący poziom bezpieczeństwa. Wybór odpowiedniego instrumentu zależy zatem od indywidualnych skłonności i preferencji w zakresie oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka. Większość ludzi charakteryzuje awersja do ryzyka. Przejawia się ona przede wszystkim w niechęci do utraty dochodu oraz braku akceptacji dla utraty nawet części zainwestowanego kapitału. Nie są to jednak jedyne oblicza strachu, na jaki narażeni są uczestnicy rynku finansowego poszukujący korzystnych form ulokowania swoich wolnych środków¹. Wielu z nich boryka się z obawami wynikającymi z nieznanego w momencie rozpoczęcia inwesty-

¹ M.J. Pring: *Psychologia inwestowania*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 36-40.

cji okresu jej trwania. Sytuacja taka może mieć miejsce w przypadku inwestowania w aktywa ryzykowne (np. akcje) notowane na giełdach. W przypadku notowań tych instrumentów inwestorzy oczekują krótszych serii i częstszych zwrotów. Ryzyko tego rodzaju pojawia się także w niektórych przypadkach instrumentów bezpiecznych, kiedy np. jest określony maksymalny okres trwania inwestycji z możliwością jego skrócenia w zależności od warunków rynkowych.

Preferencje w zakresie ryzyka zmieniają się w czasie. Duży wpływ na zmianę tych preferencji ma etap cyklu koniunktury. W czasie dobrej koniunktury na rynkach finansowych odnotowuje się większą akceptację ryzyka, a w związku z tym większy popyt na instrumenty ryzykowne. W czasie dekoniunktury preferencje ulegają odwróceniu – większe prawdopodobieństwo poniesienia straty, zarówno w postaci utraty dochodu, jak i zainwestowanego kapitału, przekłada się na większą awersję do ryzyka. W związku z tym maleje zapotrzebowanie na instrumenty ryzykowne, szczególnie te, których wyniki finansowe są dodatnio skorelowane z rynkiem. Wzrasta natomiast zainteresowanie instrumentami bezpiecznymi, tj. gwarantującymi co najmniej odzyskanie zainwestowanego kapitału, które jednocześnie dają możliwość osiągnięcia korzystniejszej niż wolna od ryzyka stopy zwrotu. Zestawienie pokusy efektu finansowego, korzystniejszego od tradycyjnej lokaty, z gwarancją bezpieczeństwa zainwestowanego kapitału skutkuje wieloma rozwiązaniami. Przykładem mogą być typowe instrumenty strukturyzowane z gwarancją zwrotu kapitału lub inwestycje w tzw. *TARN* (*Target Redemption Note*).

Celem artykułu jest prezentacja *TARN-a* pod kątem możliwych do uzyskania efektów finansowych oraz charakterystycznych dla tego instrumentu aspektów ryzyka.

1. Charakterystyka TARN-a

TARN należy do grupy instrumentów strukturyzowanych o zagwarantowanym maksymalnym dochodzie. Daje możliwość osiągnięcia stopy wyższej niż w przypadku tradycyjnych instrumentów lokacyjnych i jednocześnie gwarantuje ochronę zainwestowanego kapitału. Należy jednak zaznaczyć, że data zwrotu kapitału (wykupu przez emitenta) nie jest dokładnie znana w momencie rozpoczęcia inwestycji². Jest instrumentem przypominającym lokatę opartą na

² D.G. Fernandez, S. Klassen: *Choice of currency by East Asia bonds issuers*. W: *Asian Bond markets: issues and prospects*. „BIS Papers”, No. 30, November 2006, s. 134.

odwrotnych wahaniach przyjętej stopy bazowej (LIBOR, WIBOR czy EURIBOR lub innego instrumentu bazowego), tzn. jeśli wartość instrumentu bazowego wzrasta, to potencjalny dochód z inwestycji w kolejnych okresach rozliczeniowych maleje lub zanika całkowicie. W związku z tym produkty tego rodzaju są szczególnie atrakcyjne w warunkach, gdy np. stopy procentowe są na niskim poziomie i/lub gdy wykazują tendencję spadkową.

TARN jest rodzajem instrumentu oferującego potencjalnie wysoką dochodowość inwestycji w krótkim terminie w zamian za przyjęcie ryzyka długoterminowych nieefektywnych (ograniczonych, słabych) świadczeń. Gwarantuje nabywcy uzyskanie określonej sumy odsetek w wyznaczonym okresie oraz daje możliwość ich wcześniejszej realizacji. Całkowity zagwarantowany dochód z inwestycji stanowi suma strumieni płatności (stąd określenie struktura) określona przez tzw. *target*. Struktura składa się z okresowych płatności, gdzie pierwsza bądź pierwsze dwie płatności (najczęściej w formie kuponów odsetkowych) są zagwarantowane i stosunkowo wysokie (jednakże ich suma jest mniejsza od ustalonego poziomu *target*). Realizacja kolejnych płatności (w kolejnych okresach rozliczeń) uzależniona jest od zmiany wartości instrumentu bazowego wg formuły:

$$C_i = Nt \max(f - mL, 0),$$

gdzie:

C_i – wartość płatności w i -tym okresie,

N – wartość nominalna,

t – stały okres rozliczeniowy (częstotliwość obserwacji),

f – stała wartość parametru (np. maksymalna wartość stopy procentowej płaconej od instrumentu dłużnego ze zmiennym oprocentowaniem, ustalony kurs terminowy),

m – dźwignia. Dźwignia (m) odnosi się bezpośrednio do stawki zmiennej np. LIBOR, WIBOR, EURIBOR lub innego parametru i wpływa na wartość stopy procentowej stosowanej do obliczenia wartości poszczególnych płatności,

L – zmienny instrument bazowy.

Z przedstawionej formuły wynika, że w kolejnych okresach płatności odsetkowych nabywca *TARN-a* może uzyskać kolejne wpływy (wartości dodatnie) lub też wartość tych wpływów może wynieść 0. Niemniej jednak po zakończeniu inwestycji otrzymuje wartość rozliczającą strukturę wynikającą z różnicy pomiędzy zagwarantowanym poziomem *target* i sumą dotychczas wypłaconych strumieni.

Należy jednak pamiętać, że inwestycja wymaga zamrożenia środków (zaangażowanego kapitału) o określonej i z góry znanej wysokości na okres trwania inwestycji.

2. Efekty finansowe inwestycji

Na efekt finansowy inwestycji składa się gwarancja wypłaty – w pierwszym lub dwóch pierwszych okresach rozliczenia – określonego dochodu (wyrażonego stawką procentową, odpowiednio mniejszą od poziomym *target*) oraz pozostałej jego części (łącznie do wysokości *target*) do czasu rozwiązania struktury lub po okresie jej obowiązywania.

Najmniej korzystny wariant sprowadza się zatem do przypadku, gdy inwestor uzyskuje zagwarantowane odsetki (kupon) w pierwszym okresie rozliczenia oraz pozostałą ich część w momencie zakończenia inwestycji, która trwa maksymalny przewidziany umową okres. Korzystniejsze rozwiązania sprowadzają się do zakończenia inwestycji w okresie krótszym niż przewiduje to umowa, co wynika z wcześniejszego osiągnięcia zagwarantowanego dochodu *target*. Należy jednak zwrócić szczególną uwagę na wypłatę ostatniego kuponu, którego wartość wynika z obowiązującej formuły, ale jednocześnie uwzględnia dodatkowy warunek, tzn. łączna wartość dochodu (lub stawki dochodu) nie może przekroczyć wartości *target*.

Przykład

Okres inwestycji 7 lat

target 18%

Stopa odsetek po 1 roku 11%

formuła obliczania stopy odsetek po kolejnych okresach

$$\max(10\% - 2L, 0),$$

L – zmienna w kolejnych okresach wartość instrumentu bazowego

t – częstotliwość wypłaty odsetek 1 rok

Tabela 1

Przykłady rozliczeń TARN-a w zależności od wartości zmiennej bazowej (L)
– wariant mniej korzystny dla nabywcy

Lata	1	2	3	4	5	6	7
L		5%	5,2%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%
10%-2L		0%	-0,4%	-1%	-1,2%	-1,4%	-1,4%
Stopa odsetek	11%	0%	0%	0%	0%	0%	7%

*Rozwiązanie inwestycji następuje po 7 latach.

Tabela 2

Przykłady rozliczeń TARN-a w zależności od wartości zmiennej bazowej (L)
– wariant bardziej korzystny dla nabywcy

Lata	1	2	3	4	5	6	7
L		4%	3,5%	3,2%	3%	3%	3%
10%-2L		2%	3%	3,6%			
Stopa odsetek	11%	2%	3%	2%			

*Rozwiązanie inwestycji następuje po 4 latach, z tym że stopa procentowa po 4 roku została skorygowana tak, by łączna wartość stóp nie przekroczyła wartości target.

Nabywca *TARN-a* ma zatem zagwarantowany zysk o z góry określonej wysokości (wynikającej z poziomu *target*) z możliwością jego wcześniejszego osiągnięcia.

W przypadku szybszego rozwiązania (umorzenia) *TARN-a*, zagwarantowana minimalna rentowność inwestycji może więc ulec zwiększeniu. Na wzrost rentowności może mieć także wpływ wcześniejsze niż przewiduje umowa uwolnienie zainwestowanego kapitału i ponowne jego zaangażowanie w podobną lub inną inwestycję.

Porównując korzyści finansowe *TARN-a* i tradycyjnej lokaty bankowej, w której odsetki wypłacane są jednorazowo w momencie zakończenia inwestycji, należałoby – wykorzystując rachunek płatności – wyznaczyć wartość przyszłą (*FV* – *future value*) wszystkich płatności (kuponów) otrzymywanych w kolejnych okresach trwania *TARN-a*. Analiza taka może być jednak dokonana dopiero po zakończeniu inwestycji, ponieważ wtedy można ustalić zarówno wartości kolejnych strumieni, jak i okres ich wypłacania.

3. Ryzyko

W zakresie ryzyka produkt zaliczany jest raczej do bezpiecznych inwestycji (produkt alternatywny dla lokaty). Oferuje pełną ochronę kapitału oraz gwarancję uzyskania określonego dochodu – co nie oznacza, że jest całkowicie pozbawiony ryzyka. W przypadku tego instrumentu pojawia się kolejny mniej typowy niż w tradycyjnych instrumentach aspekt ryzyka. Charakterystyczne dla produktu jest ryzyko przesunięcia uzyskania części dochodu na ostatni okres rozliczenia przewidziany umową oraz ryzyko zamrożenia środków na maksymalny okres wynikający z umowy.

Podsumowanie

Zaprezentowany instrument stanowi dobrą alternatywę dla lokaty i jest jednocześnie doskonałą ofertą dla inwestorów poszukujących nowych rozwiązań i skłonnych do podjęcia wyższego ryzyka na rzecz możliwości (nie gwarancji) większej rentowności inwestycji. Chociaż wartość dochodu nie jest z góry znana, to jednak warunki, od których uzależniony jest zysk możliwy do osiągnięcia, są ściśle określone na początku inwestycji. Inwestor zna elementy, które składają się na formułę wypłaty, w związku z czym może na bieżąco śledzić wartość swojej inwestycji. Z uwagi na cechy charakterystyczne *TARN* może zostać zakwalifikowany do grupy instrumentów strukturyzowanych typu *income*, dających inwestorowi możliwość osiągania okresowych dochodów np. w postaci kuponów odsetkowych, których wielkość uzależniona jest od zachowania instrumentu bazowego w danym okresie inwestycji³.

Instrument posiada jednak pewne słabe strony. Jak wiadomo, efekty finansowe produktu uzależnione są od przyszłej wartości instrumentu bazowego, która nie jest znana i na którą wpływa zwykle wiele innych czynników i parametrów zmiennych w czasie. Oznacza to, że z uwagi na nieznana przyszłą wartość instrumentu bazowego, wycena *TARN-a* jest złożona i wymaga wyrażenia w modelach takich wymagana jest znajomość np. wariantów przyszłych wartości instrumentu bazowego oraz prawdopodobieństwa ich uzyskania.

Literatura

- Fernandez D.G., Klassen S.: *Choice of currency by East Asia bonds issuers*. W: *Asian Bond markets: issues and prospects*. „BIS Papers”, No. 30, November 2006.
- Mikita M., Pełka W.: *Rynki inwestycji alternatywnych*. Poltext, Warszawa 2009.
- Pring M.J.: *Psychologia inwestowania*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.

³ M. Mikita, W. Pełka: *Rynki inwestycji alternatywnych*. Poltext, Warszawa 2009, s. 159.

**TARN (TARGET REDEMPTION NOTE) – AS AN ALTERNATIVE FORM
OF A SECURE INVESTMENT FOR A DEPOSIT****Summary**

The article has presented a financial instrument that could be a good alternative for a deposit. The *TARN (target redemption note)* is an instrument that provides a guaranteed sum of coupons (target) with the possibility of early termination. In a typical structure, the coupons are calculated on the basis of an inverse floating LIBOR/Euribor formula. Once the accumulated amount of coupons has reached the pre-specified target cap, the note will be terminated with final payment of the par.

EWOLUCJE KONSEPCJI NADZORU FINANSOWEGO W UNII EUROPEJSKIEJ

Wstęp

Integrujący się rynek finansowy w Europie silnie uwypukla potrzebę opracowania adekwatnej do dynamicznie zmieniających się realiów gospodarczych koncepcji nadzoru, który obecnie przypisany jest krajom członkowskim. Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji nadzoru finansowego nad zjednoczonym rynkiem usług finansowych w Unii Europejskiej.

Niedawny kryzys unaoczniał, że stworzenie jednolitego rynku finansowego i osiągnięcie stabilności systemu finansowego jest niezwykle trudne, jeżeli utrzymywany jest tylko nadzór krajowy. Uwypukliło to słabość obecnych unijnych rozwiązań, które kładą zbyt duży nacisk na zapobieganie kryzysom i zarządzanie kryzysami w przypadku poszczególnych pośredników finansowych, a zbyt mały na ryzyko zagrażające stabilności całego systemu finansowego. Dlatego też powszechnym problemem obecnej struktury nadzoru finansowego w UE jest dysproporcja pomiędzy krajową strukturą obowiązków nadzorczych a obecnym stopniem integracji rynków finansowych w UE.

1. Diagnoza słabości stanu obecnego

Obecnie przepisy unijne w zakresie działalności instytucji nadzoru nad systemem finansowym sprawowane przez organy narodowe oparte są na dwóch podstawowych zasadach:

- zasadzie jednolitej licencji,
- zasadzie nadzoru państwa macierzystego.

Pierwsza z nich pozwala na prowadzenie działalności na obszarze innych państw członkowskich na podstawie licencji wydanej przez organ nadzorujący państwa macierzystego. Natomiast zasada kraju macierzystego oznacza, że instytucja finansowa otwierająca swój oddział poza granicami państwa,

z którego się wywodzi (tzw. kraj macierzysty), będzie w dalszym ciągu podlegała pod reżim regulacji prawnych kraju macierzystego.

Istotne wydaje się również zwrócenie uwagi na inną ważną zasadę, która nie wynika wprost z uregulowań prawodawstwa unijnego, jednak determinuje skuteczność nadzoru, niezależnie od przyjętego modelu. Chodzi o zasadę niezależności (apolityczności) nadzoru, którą powinno się rozpatrywać w wymiarze organizacyjnym, finansowym, programowym oraz metodycznym. Niezależność organizacyjna oznacza brak możliwości jakiegokolwiek oddziaływania administracyjnego na przedmiot, zakres oraz sposób wykonywania przez nadzór przypisanych mu obowiązków i uprawnień. Niezależność finansowa oznacza z kolei brak ingerencji w sprawy gospodarki finansowej którejkolwiek z władz administracyjnych państwa, co sprowadza się do swobody nadzorca w dysponowaniu swoimi środkami finansowymi, które oprócz bieżącej działalności umożliwiłyby realizację długofalowego rozwoju instytucji nadzorczej. Samodzielne ustalanie przedmiotu i zakresu działań nadzorczych i kontrolnych bez wpływu różnych grup interesu (przykładowo zarządy banków czy organizacje konsumenckie) stanowi przejaw niezależności programowej. Przez niezależność metodyczną należy natomiast rozumieć stosowanie odpowiednich metod i technik badania, nieukierunkowanych żadnymi naciskami podmiotów nadzorowanych ani żadną narzuconą doktryną¹.

Ostatni kryzys finansowy obnażył jednak słabości unijnych ram nadzorczych podzielonych wzdłuż granic narodowych². Podkreśla się między innymi to, że krajowym organom nadzorczym zabrakło „instynktu” informowania o zagrożeniach partnerów z UE. Zwraca się także uwagę na konieczność lepszego nadzoru nad ponadgranicznymi instytucjami finansowymi oraz na potrzebę rozwiązywania konfliktów o sprawowanie nadzoru nad dużymi grupami finansowymi między władzami krajów, gdzie mieszczą się firmy-matki, a krajami goszczącymi ich filie³.

Rodzi to potrzebę stworzenia nowej struktury nadzoru finansowego, która będzie adekwatna do realiów gospodarczych Unii. Wydaje się zatem, że cele, jakie nowy system nadzoru nad systemem finansowym Unii Europejskiej powinien realizować, to:

- sprawowanie efektywnego nadzoru nad wszystkimi sektorami systemu finansowego,

¹ D. Daniluk: *Regulacje i nadzór bankowy w Polsce*. Poltext, Warszawa 1996, s. 17.

² Szerzej na temat sposobu sprawowania nadzoru w wybranych krajach UE przed i po kryzysie finansowym zob. *Instytucjonalna organizacja nadzoru finansowego w krajach Unii Europejskiej*. Narodowy Bank Polski, Departament Systemu Finansowego, Warszawa, 6 listopada 2009.

³ Obecne rozwiązania faworyzują kontrolę nad międzynarodowymi grupami przez nadzory tych krajów, gdzie mają one swoją główną siedzibę.

- skuteczna ochrona stabilności, bezpieczeństwo rynku finansowego oraz budowa zaufania uczestników rynku,
- stworzenie struktury nadzoru odpowiadającej poziomowi integracji systemu finansowego,
- sprzyjanie rozwojowi poszczególnych segmentów systemu finansowego,
- wspieranie współpracy i koordynacji działań narodowych nadzorców europejskich.

2. Kierunki zmian systemu nadzoru finansowego w Unii Europejskiej

Aktualnie prawodawstwo unijne nie odnosi się wprost do problematyki modelu nadzoru nad rynkiem finansowym w postaci nadzoru zróżnicowanego (sektorowego) czy zintegrowanego. Stąd brak jest jednolitego modelu nadzoru nad rynkiem finansowym, sektorem bankowym czy ubezpieczeniowym w UE. Została jednak opracowana poważna rekomendacja dla wzorcowego modelu nadzoru w przyszłości. Zanim do tego doszło, warto odnotować, że europejska struktura organizacyjna nadzoru podlegała integracji w dwóch kierunkach (tabela 1):

- transsektorowej,
- transgranicznej.

Transsektorowa integracja nadzoru jest odpowiedzią na wyzwania ze strony konglomeratów finansowych tworzonych przez banki, instytucje ubezpieczeniowe oraz sektor usług inwestycyjnych. Ze względu na wzajemne powiązania kapitałowe oraz transfer ryzyka, instytucji tych nie można nadzorować według formuły nieskonsolidowanej. Dyrektywa w sprawie konglomeratów finansowych, regulująca nadzór nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz firmami inwestycyjnymi, wzmocniła tendencję do transsektorowej integracji nadzoru, w rezultacie której powstają krajowe instytucje nadzorcze kontrolujące coraz szerszy zakres instytucji finansowych. Ciągłe jednak część rynku finansowego znajdowała się (i znajduje się nadal) poza nadzorem regulatorów. Chodzi przede wszystkim o fundusze *private equity* i hedgingowe, których rosnąca popularność i ekspansja może być głównym źródłem ryzyka systemowego. Dlatego podkreślało się konieczność rozszerzenia regulacji i nadzoru na fundusze hedgingowe⁴.

⁴ Szerzej zob. N. Wellink: *A changing financial landscape – two of the key challenges facing supervisors in Europe*, wystąpienie podczas konferencji „Annual General of the Foreign Bankers Association”, 15 maja 2007, Amsterdam, http://www.bis.org/_review/r070523c.pdf, s. 1.

Z kolei transgraniczna integracja nadzoru bankowego w UE odbywa się ewolucyjnie i jest wzorowana na koncepcji integracji rynku kapitałowego opracowanej przez zespół A. Lamfalussy'ego⁵.

W dotychczasowej debacie nad przyszłością europejskiego nadzoru nad rynkami finansowymi dało się zauważyć dwa przeciwstawne poglądy. Pierwszy podważał skuteczność działania narodowych rozdrobnionych nadzorców i dlatego – w warunkach jednolitego rynku finansowego – postulowany był jednolity, scentralizowany nadzór. Drugi z kolei głosił, że krajowi nadzorcy na wspólnym rynku skuteczniej pełnią funkcje nadzorcze, a na jednolitym rynku finansowym nie jest konieczna centralizacja organizacyjna nadzoru, lecz jedynie ujednolicenie regulacji i ściślejsza koordynacja lokalnych nadzorców.

Tabela 1

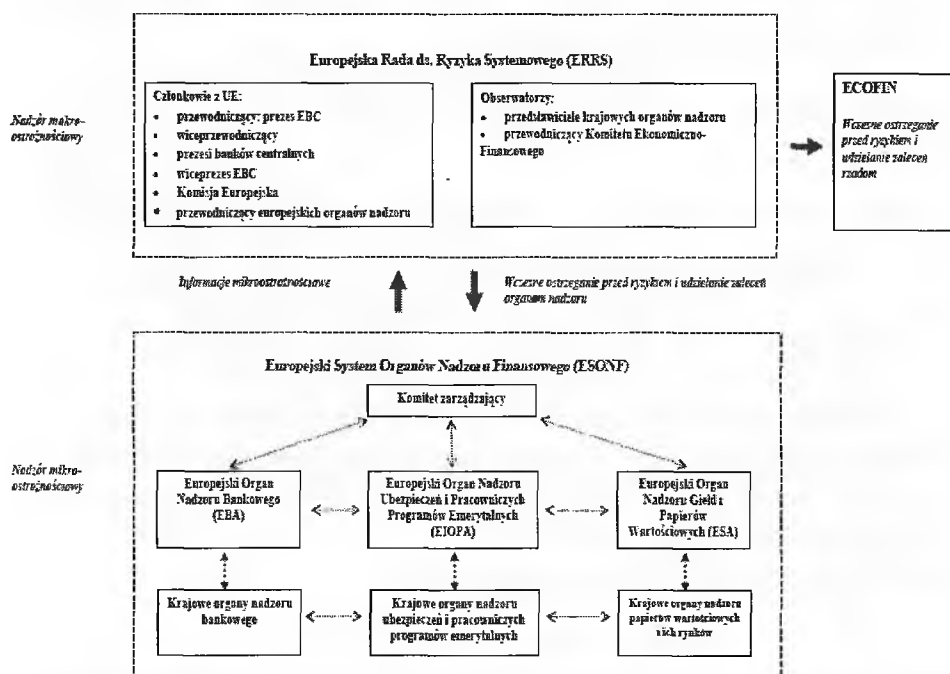
Struktura organizacyjna nadzoru nad rynkami finansowymi – bazowe modele dla Europy

		Poziom narodowej integracji transsektorowej		
		1. sektorowy oddzielny nadzór dla banków, ubezpieczycieli i rynku kapitałowego	2. transsektorowy: funkcjonalny oddzielny nadzór ostrożnościowy i nad zasadami prowadzenia biznesu (conduct of business supervision)	3. transsektorowy: zintegrowany horyzontal- nie nadzorca
Poziom integracji transgranicznej	A. Decentralizacja + współpraca	Współpraca w sektorowych komitetach	Kooperacja w funkcjonalnych komitetach	Kooperacja międzynarodowymi, zintegrowanymi poziomo nadzorcami nad rynkami finansowymi
	B. Koordynacja	Współpraca międzynarodowymi nadzorcami sektorowymi: – harmonizacja sektorowych regulacji – konwergencja praktyk nadzorczych w bankach, zakładach ubezpieczeniowych i na rynku papierów wartościowych	Koordynacja między narodowymi nadzorcami funkcjonalnymi: – europejska legislacja funkcjonalna, – konwergencja praktyk nadzorczych, ostrożnościowych i nad-zoru nad zasadami prowadzenia biznesu	Koordynacja międzynarodowymi zintegrowanymi poziomami nadzorczyymi: – jednolita regulacja rynku finansowego w UE, – konwergencja praktyk nadzorczych międzynarodowymi zintegrowanymi poziomo nadzorcami
	C. Centralizacja	Oddzielne europejskie systemy nadzoru nad bankowością, ubezpieczeniami i rynkiem papierów wartościowych	Europejski system nadzoru ostrożnościowego Europejska Komisja Papierów Wartościowych	Europejski skonsolidowany nadzór (European FSA)

Źródło: J.M. Kremers, D. Schoenmaker, P.J. Wierds: *Financial supervision in Europe: an overview*. W: *Financial supervision in Europe*. Red. J.M. Kremers, D. Schoenmaker, P.J. Wierds. Ministry of Finance The Netherlands 2003, za: L. Pawłowicz, R. Wierzb: *Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*. W: *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*. Red. M. Iwanicz-Drozdowska. NBP, Warszawa 2009, s. 235.

⁵ Szerzej zob. L. Pawłowicz: *Transgraniczna integracja nadzoru bankowego*. W: *Liberalizacja i integracja rynku usług finansowych w Unii Europejskiej*. Niebieskie Księgi 2003, nr 5, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2003, s. 28-58; L. Pawłowicz: *Proces Lamfalussy'ego w praktyce*. W: *Liberalizacja i integracja rynku usług finansowych...*, op. cit., s. 83-89.

Na szczególną uwagę zasługuje jednak ostatnia z propozycji (rekomen-dacji) Komisji Europejskiej dotycząca docelowego kształtu modelu nadzoru nad rynkiem finansowym UE, która jest efektem wypracowanego kompromisu, jaki udało się osiągnąć na szczycie UE w czerwcu 2009 roku oraz porozumienia, jakie osiągnęli w grudniu 2009 roku ministrowie finansów krajów UE w Brukseli⁶. Propozycja Komisji opiera się na raporcie grupy de Larosièrè'a ds. nadzoru finansowego w UE, w którym nakreślono nowe ramy dotyczące europejskiego nadzoru finansowego nad poszczególnymi instytucjami finansowymi (nadzór mikroostrożnościowy) oraz nadzoru czuwającego nad stabilnością systemu finansowego (nadzór makroostrożnościowy) (rysunek 1)⁷.



Rys. 1. Struktura nowego nadzoru finansowego w UE

Źródło: Komunikat Komisji: *Europejski nadzór finansowy*, Bruksela, dnia 27.5.2009, KOM(2009) 252 wersja ostateczna, {SEK(2009) 715}, {SEK(2009) 716}, s. 18.

⁶ M. Kot: *Jest zgoda na unijny supernadzór finansowy*, <http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/arttykul/jest;zgoda;na;unijny;supernadzor;finansowy;215,0,563159.html> (dostęp: 12.02.2009 r.); M. Kot: *Szczyt przyspieszy europejski nadzór finansowy*, <http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/arttykul/szczyt;przyspieszy;europejski;nadzor;finansowy;127,0,460159.html> (dostęp: 16.06.2009).

⁷ Szerzej zob. *The high-level group on financial supervision in EU, chaired by Jacques de Larosièrè. Report.* Brussels, 25 February 2009.

Aktualnie opracowywana reforma nadzoru nad rynkiem finansowym UE stawia sobie za cel:

- 1) stworzenie skuteczniejszych ram nadzoru finansowego w UE, dostosowanych do obecnego poziomu integracji rynku finansowego,
- 2) zwiększenie stabilności finansowej w UE (a tym samym ograniczenie potencjalnych zagrożeń dla gospodarki realnej i finansów publicznych),
- 3) ochronę interesów konsumentów, inwestorów, pozostałych podmiotów korzystających z usług finansowych oraz innych zainteresowanych stron, w tym zwłaszcza pracowników,
- 4) zwiększenie konkurencyjności rynków finansowych UE,
- 5) przyczynienie się do integracji rynków finansowych UE, która będzie sprzyjać zrównoważonemu rozwojowi⁸.

Z kolei w projektowanych obszarach nadzoru mikro- i makroostrożnościowego określone zostały cele szczegółowe (tabela 2).

Tabela 2

Cele szczegółowe nadzoru mikro- i makroostrożnościowego rynku finansowego w UE

Nadzór mikroostrożnościowy	Nadzór makroostrożnościowy
<ol style="list-style-type: none"> (1) wyważenie interesów organów nadzoru w krajach macierzystym i przyjmującym, tzn. wzmocnienie procedur i praktyk mających na celu kwestionowanie decyzji krajowego organu nadzoru w relacjach transgranicznych; (2) zapewnienie równych szans instytucjom finansowym działającym w różnych państwach członkowskich; (3) lepsze zapobieganie kryzysom i zarządzanie kryzysami w skali europejskiej; (4) zwiększenie skuteczności i efektywności kosztowej nadzoru w przypadku nadzorowanych przedsiębiorstw. 	<ol style="list-style-type: none"> (1) opracowanie europejskiego systemu oceny ryzyka makroostrożnościowego; (2) zwiększenie skuteczności mechanizmów wczesnego ostrzegania; (3) umożliwienie, aby oceny ryzyka znajdowały swoje odzwierciedlenie w działaniach odpowiednich organów.

Źródło: Dokument roboczy służb Komisji uzupełniający *Komunikat Komisji: Europejski nadzór finansowy*, Komisja Wspólnot Europejskich, Bruksela, 27.5.2009, SEK(2009) 716, s. 4.

W ramach poziomu makroostrożnościowego ma być powołana Europejska Rada Oceny Ryzyka Systemowego – ERRS (European Systemic Risk Council – ESRC) z udziałem szefów 27 banków centralnych. Organ ten ma brać pod uwagę wszelkie informacje kluczowe dla stabilności finansowej. W ramach swojej działalności ESRC ma wydawać krajom, grupom krajów albo całej UE (wówczas adresem będzie rada ministrów finansów „27” – ECOFIN) zalecenia

⁸ Dokument roboczy służb Komisji uzupełniający *Komunikat Komisji: Europejski nadzór finansowy*, Komisja Wspólnot Europejskich, Bruksela, 27.5.2009, SEK(2009) 716, s. 3-4.

odpowiedniego działania. Choć zalecenia te, mając najczęściej charakter poufny, nie miałyby mocy prawnie wiążącej, to jednak gdyby kraje nie chciały się im podporządkować, musiałyby to odpowiednio uzasadnić. W ramach nacisku ESRC mogłoby podawać zalecenia do publicznej wiadomości oraz zgłosić sprawę na forum Rady UE. W ESRC zasiadać mają, poza prezesami banków centralnych wszystkich krajów UE, prezes i wiceprezes EBC, jeden z komisarzy UE odpowiedzialny za politykę makroekonomiczną oraz szefowie trzech unijnych instytucji nadzorczych dla poszczególnych rynków finansowych, które mają być powołane. Prezesa i wiceprezesa ma wybierać Rada UE na 5-letnią kadencję. W ESRC zasiadać też mają przedstawiciele krajowych instytucji nadzorczych, ale bez prawa głosu.

Rada nie miałaby osobowości prawnej, w przeciwieństwie do trzech nowych instytucji nadzorczych, czyli:

1. Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego (EBA),
2. Europejskiego Organu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA),
3. Europejskiego Organu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA)⁹.

Będą one wchodzić w skład Europejskiego Systemu Organów Nadzoru Finansowego, do którego wejdą także krajowe organy nadzoru. Zajmą się nadzorem poszczególnych instytucji finansowych (tzw. nadzór mikroostrościowy).

Rola tych instytucji ma polegać na harmonizacji zasad, koordynacji decyzji nadzorów krajowych, ale też mediacji w przypadku konfliktu między krajowymi organami nadzorczymi (tzn. nadzorem kraju spółki-córki a nadzorem kraju spółki-matki), przy czym w ostateczności organy te mogłyby wydawać wiążące decyzje¹⁰. W szczególności nowe europejskie organy nadzoru będą miały następujące kompetencje:

- a) przyjmowanie wiążących standardów w zakresie nadzoru,
- b) przyjmowanie wiążących decyzji technicznych mających zastosowanie do poszczególnych instytucji finansowych,
- c) nadzór i koordynacja kolegów organów nadzoru,
- d) wydawanie zezwoleń specyficznym instytucjom ogólnounijnym i nadzór nad nimi (np. agencje ratingowe oraz infrastruktury rozliczania i rozrachunku transakcji),

⁹ Do Europejskiego Organu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych będzie też należało sprawowanie bezpośredniego nadzoru nad agencjami ratingowymi, opracowanie zasad którego powierzono polskiej Komisji Nadzoru Finansowego.

¹⁰ Wstępnie zakłada się, że nowe organy znajdą się w wielkich stolicach finansowych Europy: Londynie, Paryżu czy Mediolanie. We Frankfurcie – z uwagi na lokalizację Europejskiego Banku Centralnego EBC – ma mieścić się Europejska Rada Oceny Ryzyka Systemowego.

- e) wiążąca współpraca z ESRC w celu zapewnienia odpowiedniego nadzoru makroostrożnościowego,
- f) istotna rola koordynacyjna w sytuacjach kryzysowych.

Z kolei do głównych zadań krajowych organów nadzoru należeć będzie dalsza pełna odpowiedzialność za bieżący nadzór nad pośrednikami finansowymi.

By zapewnić równe prawa krajom małym i dużym, przyjmującym i „eksportującym” usługi finansowe, KE proponuje mieszany system głosowania w radach nowych organów. W sprawach natury ogólnej (np. wyznaczanie standardów czy wytycznych dla całego sektora) obowiązywałby ważony system głosów większością kwalifikowaną, a w konkretnych przypadkach wdrażania decyzji – system jeden kraj, jeden głos.

Podsumowanie

Powszechnym problemem aktualnej struktury nadzoru finansowego w UE wydaje się dysproporcja pomiędzy krajową strukturą obowiązków nadzorczych a obecnym stopniem integracji rynków finansowych w UE. Zintegrowany rynek finansowy UE, obejmujący przedsiębiorstwa prowadzące działalność transgraniczną, nie może funkcjonować właściwie, jeżeli utrzymany zostanie nadzór podzielony wzdłuż granic krajowych. W związku z tym za pilne uznaje należy przeniesienie kompetencji nadzorczych na poziom Wspólnoty. Stąd za w pełni uzasadnioną uznaje należy nową koncepcję stworzenia nowych ram ochrony stabilności finansowej w UE.

Literatura

Daniluk D.: *Regulacje i nadzór bankowy w Polsce*. Poltext, Warszawa 1996.

Kot M.: *Jest zgoda na unijny supernadzór finansowy*.

<http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/jest;zgoda;na;unijny;supernadzor;finansowy,215,0,563159.html> (dostęp: 12.02.2009 r.).

Kot M.: *Szczyt przyspieszy europejski nadzór finansowy*.

<http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/szczyt;przyspieszy;europejski;nadzor;finansowy,127,0,460159.html> (dostęp: 16.06.2009).

- Pawłowicz L., Wierzbą R.: *Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*. W: *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*. Red. M. Iwanicz-Drozdowska. NBP, Warszawa 2009.
- Pawłowicz L.: *Proces Lamfalussy'ego w praktyce*. W: *Liberalizacja i integracja rynku usług finansowych w Unii Europejskiej*. Niebieskie Księgi 2003, nr 5. Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2003.
- Pawłowicz L.: *Transgraniczna integracja nadzoru bankowego*. W: *Liberalizacja i integracja rynku usług finansowych w Unii Europejskiej*. Niebieskie Księgi 2003, nr 5. Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2003.
- Wellink N.: *A changing financial landscape – two of the key challenges facing supervisors in Europe*, wystąpienie podczas konferencji „Annual General of the Foreign Bankers Association”, 15 maja 2007, Amsterdam, <http://www.bis.org/review/r070523c.pdf>
- Dokument roboczy służb Komisji uzupełniający *Komunikat Komisji: Europejski nadzór finansowy*. Komisja Wspólnot Europejskich, Bruksela, 27.5.2009, SEK(2009) 716.
- Instytucjonalna organizacja nadzoru finansowego w krajach Unii Europejskiej*. Narodowy Bank Polski, Departament Systemu Finansowego, Warszawa, 6 listopada 2009.
- Komunikat Komisji: *Europejski nadzór finansowy*. Bruksela, dnia 27.5.2009, KOM(2009) 252 wersja ostateczna, {SEK(2009) 715}, {SEK(2009) 716}.
- The high-level group on financial supervision in EU, chaired by Jacques de Larosière. Report*. Brussels, 25 February 2009.

EVOLUTION OF THE FINANCIAL SUPERVISION IN THE EUROPEAN UNION

Summary

The latest financial crisis has shown that creating one unitary and stable financial market in European Union is extremely difficult, especially as far as the supervision of the particular countries is concerned. It has occurred that work over the new concept of supervision over financial market is essential. The new rules imply creation of two levels of the supervision - micro and macro-precaution that will cover both new units and functioning so far national supervisions.

METODY SYMULACYJNE W POSZERZONEJ ANALIZIE WRAŻLIWOŚCI

Podejmowanie decyzji inwestycyjnych przez podmioty gospodarcze, szczególnie w okresach wzmożonych zagrożeń systemowych lub kryzysu gospodarczego, wymaga przeprowadzania złożonych analiz opłacalności. Ich elementem jest ocena poziomu ryzyka podejmowanych działań. Różnorodność typów inwestycji sprawia, że zarówno w wymiarze teoretycznym, jak i praktycznym wykształciło się wiele podejść do oceny ryzyka inwestycyjnego. W przypadku inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw jedną z najczęściej stosowanych metod oceny ryzyka jest analiza wrażliwości¹. Jej przeprowadzenie w praktyce wymaga odpowiedniej budowy modelu finansowego, umożliwiającego oszacowanie prognozowanych przepływów pieniężnych generowanych przez inwestycję rzeczową (rysunek 1). Stanowią one podstawę do wyznaczenia wskaźników opłacalności, kluczowych dla oceny opłacalności projektu inwestycyjnego.

Formalny opis ryzyka wymaga w pierwszej kolejności jednoznacznego wyróżnienia zmiennej ryzyka, czyli wielkości, która podlega ryzyku lub bezpośrednio ryzyko identyfikuje. Zmienna ryzyka kształtowana jest przez zbiór czynników ryzyka, wśród których analityk musi wskazać najważniejsze. Teoretyczny model zależności można opisać wzorem² (1):

$$R = f(P_1, P_2, \dots, P_n, X_1, X_2, \dots, X_m, \varepsilon) \quad (1)$$

¹ Patrz m.in.: W. Rogowski: *Rachunek efektywności inwestycji*. Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 255, K. Marcinek: *Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2002, s. 125, J. Kaczmarzyk, T. Zieliński: *Modelowanie finansowe z użyciem arkusza kalkulacyjnego*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2010, s. 131.

² K. Jajuga, T. Jajuga: *Inwestycje*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 184.

gdzie:

R – zmienna ryzyka,

P_i – parametry modelu,

X_i – czynniki ryzyka,

ε – zmienna losowa reprezentująca składnik losowy.

Zmienne Wojściowe

Dane	Wartość
1. Przychody ze sprzedaży towarów	200 000,00 zł
2. Przychody ze sprzedaży usług	180 000,00 zł
3. Przychody ze sprzedaży materiałów	60 000,00 zł
4. Koszty operacyjne bez amortyzacji	230 000,00 zł
5. Nakłady inwestycyjne	250 000,00 zł
6. Stawka Amortyzacji	20,00%
7. Podatek CIT	19,00%
8. Stopa Dyskontowa	6,00%

Wartość oczekiwana
x 1 200 000,00 zł
x 2 180 000,00 zł
x 3 230 000,00 zł
x 4 250 000,00 zł

Projekcja (KZS)	0	1	2	3	4	5
Przychody ze sprzedaży towarów		200 000,00 zł	200 000,00 zł	200 000,00 zł	200 000,00 zł	200 000,00 zł
Przychody ze sprzedaży usług		180 000,00 zł	180 000,00 zł	180 000,00 zł	180 000,00 zł	180 000,00 zł
Przychody ze sprzedaży materiałów		60 000,00 zł	60 000,00 zł	60 000,00 zł	60 000,00 zł	60 000,00 zł
Koszty operacyjne bez amortyzacji		230 000,00 zł	230 000,00 zł	230 000,00 zł	230 000,00 zł	230 000,00 zł
Amortyzacja		50 000,00 zł	50 000,00 zł	50 000,00 zł	50 000,00 zł	50 000,00 zł
Zysk Brutto		160 000,00 zł	160 000,00 zł	160 000,00 zł	160 000,00 zł	160 000,00 zł
Podatek		30 400,00 zł	30 400,00 zł	30 400,00 zł	30 400,00 zł	30 400,00 zł
Zysk Netto		129 600,00 zł	129 600,00 zł	129 600,00 zł	129 600,00 zł	129 600,00 zł

Projekcja (PPN)	0	1	2	3	4	5
Zysk Netto		129 600,00 zł	129 600,00 zł	129 600,00 zł	129 600,00 zł	129 600,00 zł
Amortyzacja		50 000,00 zł	50 000,00 zł	50 000,00 zł	50 000,00 zł	50 000,00 zł
Nakłady inwestycyjne	250 000,00 zł					
Przepływy Pieniężne Netto	-250 000,00 zł	179 600,00 zł	179 600,00 zł	179 600,00 zł	179 600,00 zł	179 600,00 zł
Współczynnik Dyskontowy	1,00 zł	0,94 zł	0,89 zł	0,84 zł	0,79 zł	0,75 zł
Przepływy Pieniężne Netto (Zysk)	-250 000,00 zł	169 433,96 zł	159 843,36 zł	150 795,62 zł	142 260,02 zł	134 207,57 zł

Wskaźniki opłacalności	Wartość
NPV	506 540,54 zł
IRR	66,17%

Zmienne wyjściowe

Rys. 1. Model finansowy przedsięwzięcia inwestycyjnego

W przykładowym modelu jako zmienną ryzyka przyjęto wskaźnik opłacalności w postaci wartości bieżącej netto (NPV), natomiast jako czynniki ryzyka odpowiednio:

- x_1 – przychody ze sprzedaży towarów,
- x_2 – przychody ze sprzedaży usług,
- x_3 – koszty operacyjne bez amortyzacji,
- x_4 – nakłady inwestycyjne.

Pozostałe zmienne wejściowe modelu finansowego potraktowano jako parametry. Uznano tym samym, że nie podlegają one zmienności, albo też, że ich potencjalne zmiany w znikomym stopniu wpływają na NPV. Klasyczna analiza wrażliwości opiera się na zależności (2).

$$Y = \beta_i X_i + C \quad (2)$$

gdzie:

Y – zmienna ryzyka,

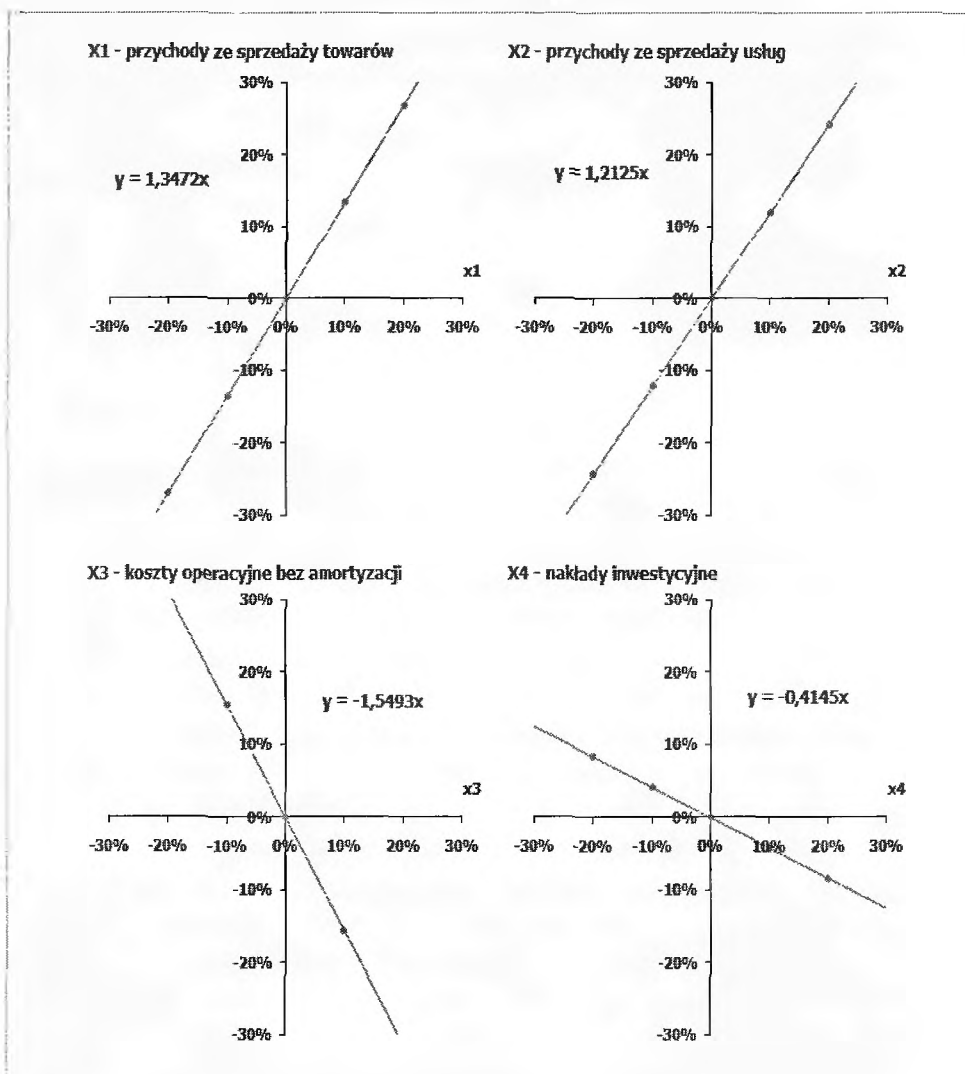
X_i – czynnik ryzyka,

C – wyraz wolny, reprezentujący niezmiennosc pozostałych czynników ryzyka.

Zmiany zmiennej ryzyka Y wyjaśniane w sposób liniowy przez zmiany czynnika ryzyka X_i . Współczynnik β_i jest współczynnikiem wrażliwości zmiennej Y na zmiany X_i przy założeniu niezmienności pozostałych czynników ryzyka. Klauzula *ceteris paribus* jest zawarta w wyrazie wolnym C . Ponieważ jego wartość nie ulega zmianom w trakcie analizy, zakłada się tym samym, że X_i jest jedynym źródłem zmienności Y . Pełna analiza wrażliwości wymaga zrealizowania omówionego scenariusza dla wszystkich zidentyfikowanych czynników ryzyka. Każdorazowo czynione jest założenie o niezmienności wszystkich (poza badanym) czynników ryzyka. W efekcie klasycznej analizy wrażliwości uzyskuje się zbiór współczynników wrażliwości β_i przypisanych do poszczególnych zmiennych ryzyka (rysunek 2).

Analiza znaków poszczególnych współczynników wrażliwości pozwala odpowiedzieć jednoznacznie na pytanie o charakter wpływu poszczególnych czynników ryzyka na zmienną ryzyka. Dodatni znak β_i oznacza, że X_i jest **stymulantą**, tzn. że wzrost wartości X_i powoduje wzrost Y . Analogicznie, ujemna wartość β_i każe traktować czynnik ryzyka X_i jako **destymulantę**. Z kolei porównanie wartości bezwzględnych współczynników wrażliwości pozwala określić hierarchię czynników ryzyka ze względu na wpływ na analizowaną zmienną ryzyka.

Na tym etapie możliwe jest dopełnienie istotnego, z punktu widzenia zarządzania ryzykiem, błędu interpretacyjnego. Naturalne bowiem wydaje się wnioskowanie, zgodnie z którym czynnik ryzyka X_i o największym współczynnikiem wrażliwości β_i (co do wartości bezwzględnej), jest głównym źródłem ryzyka zmienności zmiennej ryzyka Y . Wnioskowanie takie jest jednak niepoprawne i może prowadzić do złych decyzji w zakresie zarządzania ryzykiem przedsięwzięcia inwestycyjnego.



Rys. 2. Wyznaczanie zmian NPV w oparciu o zmiany kolejnych czynników ryzyka przy założeniu niezmienności pozostałych czynników ryzyka

Można wyobrazić sobie sytuację, w której czynnikowi ryzyka o bardzo niskiej zmienności statystycznej towarzyszy bardzo wysoki współczynnik wrażliwości. Udział tego czynnika ryzyka w zmienności zmiennej ryzyka Y będzie taki sam, jak dla zmiennej o bardzo wysokiej zmienności oraz niskim współczynniku wrażliwości. Intuicyjnie należy więc oczekiwać, że o udziale czynnika ryzyka w całkowitej zmienności zmiennej ryzyka Y decydują łącznie: współczynnik wrażliwości – określający siłę reakcji zmiennej ryzyka na określoną zmianę czynnika ryzyka, jak i statystyczny rozkład czynnika ryzyka opisujący charakter i rozmiar jego rzeczywistej (a nie założonej) zmienności. Obydwa te parametry muszą być badane w kontekście rzeczywistych uwarunkowań inwestycji rzeczowej. Oznacza to konieczność zdjęcia z analizy wrażliwości klauzuli niezmienności pozostałych czynników ryzyka. Punktem wyjścia do zniesienia założeń upraszczających zawartych w zależności (2) jest uzupełnienie równania (3) o składnik ε , reprezentujący zmienność Y determinowaną przez inne niż X_i czynniki ryzyka³.

$$Y = \beta_i X_i + C + \varepsilon \quad (3)$$

gdzie:

Y – zmienna ryzyka,

X_i – czynnik ryzyka,

C – wyraz wolny,

ε – zmienna losowa reprezentująca składnik losowy.

W tym świetle wartość zmiennej ryzyka Y jest kształtowana przez dwa składniki:

- 1) czynnik ryzyka X_i oddziałujący na Y za pośrednictwem współczynnika wrażliwości β_i ,
- 2) losowe zmiany wszystkich pozostałych czynników ryzyka, również przekładające się na Y za pośrednictwem odpowiadających im współczynników wrażliwości.

Uwzględnienie powyższych składników w analizie zmiennej ryzyka Y wymaga w praktyce zastosowania metod znacznie bardziej złożonych od klasycznej analizy wrażliwości. W przeciwieństwie bowiem do metody tradycyjnej, zarówno zmienna ryzyka Y , jak i wszystkie czynniki ryzyka X_i muszą być w niej traktowane jako zmienne losowe. Dodatkowo, rozkłady statystyczne czynników ryzyka mogą się istotnie różnić w zależności od ich ekonomiczne-

³ Patrz m.in.: G.S. Maddala: *Ekometria*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 98; D. Levine, D. Stephan, T.C. Krehbiel, M. Berenson: *Statistics for Managers Using Microsoft Excel®*. Fourth Edition. Prentice Hall, New Jersey 2005.

go charakteru. Sprawia to, że zastosowanie metod analitycznych może okazać się bardzo skomplikowane. Użyteczną alternatywą jest zastosowanie metody symulacyjnej. Przyjęty schemat postępowania obejmuje następujące etapy⁴:

1. Określenie charakteru i parametrów rozkładu statystycznego dla poszczególnych czynników ryzyka X_i .
2. Wygenerowanie kilku, kilkunastu lub kilkudziesięciu tysięcy losowych wariantów (symulacji) obejmujących wartości poszczególnych czynników ryzyka (zgodnie z przyjętymi założeniami odnośnie do charakteru rozkładów statystycznych).
3. Ustalenie dla każdego z wygenerowanych wariantów (poprzez iteracyjne podstawienie ich do odpowiednich komórek wejściowych modelu) wartości zmiennej ryzyka Y .

W efekcie zastosowania metody symulacyjnej dostępne są szeregi statystyczne opisujące losowe warianty wartości czynników ryzyka i odpowiadające im wartości zmiennej ryzyka. Stosując opisaną procedurę, przeprowadzono symulację na podstawie przyjętych założeń (tabela 1).

Tabela 1

Charakterystyka przyjętych rozkładów czynników ryzyka

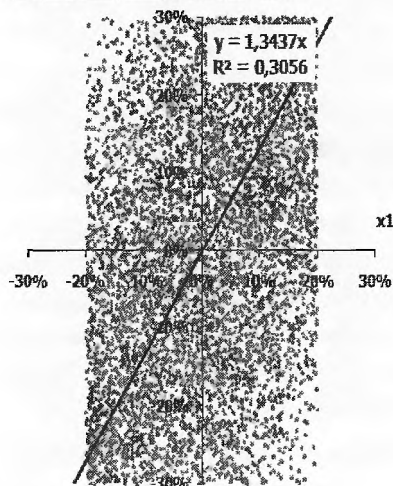
	A	B	C	D	E	F	G	H
1								
2		Parametry rozkładu	Rozkład				Generuj NPV	
3			Jednostajny	Jednostajny	Jednostajny	Jednostajny		
4		$E(x)$	200 000	180 000	230 000	250 000		
5		a	-20%	-20%	-20%	-20%		
6		b	20%	20%	20%	20%		
7								
8		i	$x1$	$x2$	$x3$	$x4$	NPV	
9		1	4%	-10%	-20%	-15%	29%	
10		2	1%	12%	12%	5%	-5%	
11		3	10%	9%	-20%	14%	48%	
12		4	10%	4%	-3%	9%	19%	
13		5	-10%	-19%	14%	15%	-65%	
14		6	-19%	-15%	-13%	3%	-24%	

Na podstawie uzyskanych szeregów statystycznych wykonane zostały diagramy korelacyjne (rysunek 3). Ilustrują one zależność zmiennej ryzyka Y (NPV) od poszczególnych czynników ryzyka X_i .

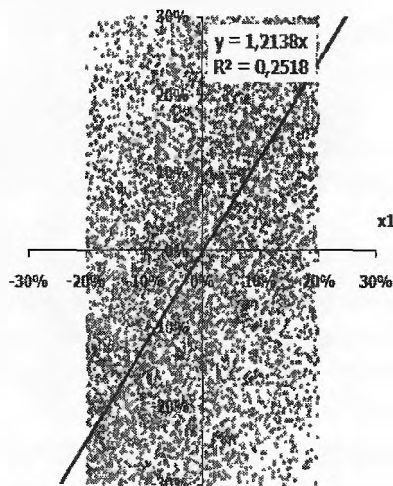
⁴ T. Zieliński, J. Kaczmarzyk: *Program ToJa Risk w analizie ryzyka inwestycyjnego*. W: *Współczesne finanse. Stan i perspektywy finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*. Red. B. Kłosowska. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008.

Naniesiona na każdym z diagramów prosta regresji liniowej opisuje jedynie oczekiwaną zależność Y od X_i . Położenie punktów poza prostą wynika z wpływu pozostałych czynników ryzyka, które (w przeciwieństwie do analizy wrażliwości metodą tradycyjną) podlegają zmienności zgodnie z ich indywidualnymi rozkładami (3).

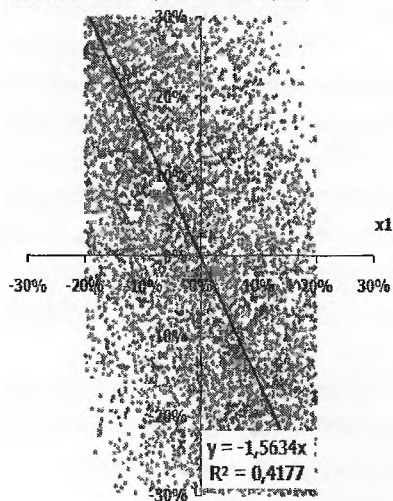
X1 - przychody ze sprzedaży towarów



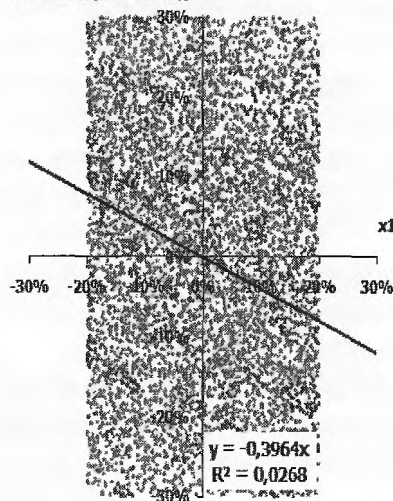
X2 - przychody ze sprzedaży usług



X3 - koszty operacyjne bez amortyzacji



X4 - nakłady inwestycyjne



Rys. 3. Wyznaczanie zmian NPV w oparciu o zmiany czynników ryzyka przy założeniu jednostajnego rozkładu pozostałych czynników ryzyka

Analizując równania regresji (rysunek 3) stwierdzić można, iż ich współczynniki kierunkowe β_i są w przybliżeniu równe współczynnikom wrażliwości wyznaczonym w oparciu o metodę tradycyjną (rysunek 2). Pozornie wydawać by się więc mogło, że wyznaczanie współczynników wrażliwości w oparciu o metodę symulacyjną jest zbyt dużą komplikacją. W praktyce jednak metoda ta pozwala uwzględnić znacznie szersze spektrum czynników determinujących ryzyko przedsięwzięcia inwestycyjnego.

Kluczowe znaczenie ma w tym kontekście odpowiedź na pytanie, w jakim stopniu prosta regresji liniowej, a tym samym współczynnik wrażliwości, może służyć do przewidywania zmian zmiennej ryzyka NPV na podstawie zmian określonego czynnika ryzyka. W metodzie tradycyjnej, zakładającej każdorazowo brak zmian pozostałych czynników, odpowiedź na tak postawione pytanie brzmi każdorazowo: w 100%. Potwierdza to rysunek 2, z którego wynika, że każdy z czynników ryzyka jednoznacznie wyjaśnia wartość NPV w oparciu o zależność (2). Wpływ jednoczesnej zmienności wszystkich czynników ryzyka znajduje swoje odzwierciedlenie we wskaźniku determinacji⁵ R^2 . Jego wartość wyrażona w procentach wskazuje, w jakim stopniu całkowita zmienność zmiennej ryzyka jest wyjaśniana zmianami badanego czynnika X_i , natomiast $1-R^2$ określa łączny wpływ pozostałych czynników ryzyka. Prezentowany przypadek (rysunek 3) jest najbardziej zbliżony do tradycyjnej metody przeprowadzania analizy wrażliwości. Założono w nim bowiem jednostajny rozkład zmienności poszczególnych czynników ryzyka w przedziale $\pm 20\%$ w stosunku do wartości oczekiwanej. Wobec jednakowego charakteru zmienności wszystkich czynników, ich wpływ na zmienność NPV jest jednoznacznie uzależniony od współczynnika wrażliwości (współczynnika β prostej regresji). Przykładowo, czynnik X_3 – koszty operacyjne bez amortyzacji, w sposób najbardziej znaczący (współczynnik $\beta_1 = -1,56$) wpływa najsilniej na wartość NPV. W efekcie, zmiany X_3 w największym stopniu ($R^2 = 42\%$) wyjaśniają zmiany NPV. Z drugiej strony, najniższa wartość współczynnika wrażliwości dla nakładów inwestycyjnych ($\beta_4 = -0,4$) sprawia, że przy jednakowej zmienności wszystkich czynników zmiany X_4 wyjaśniają zmiany NPV jedynie w kilku procentach ($R^2 = 2,7\%$).

Zasadniczą zaletą wykorzystania metody symulacyjnej jest możliwość określenia różnych typów i parametrów rozkładów opisujących poszczególne czynniki ryzyka (tabela 2).

⁵ A. Snarska: *Statystyka, ekonometria, prognozowanie*. Wydawnictwo Placet, Warszawa 2005, s. 152.

Tabela 2

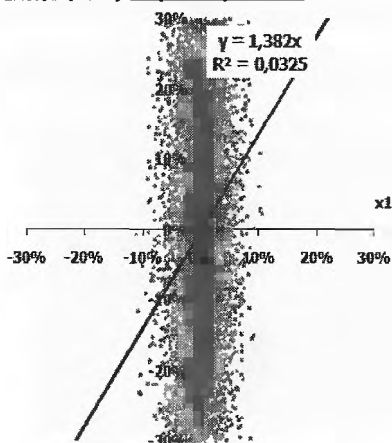
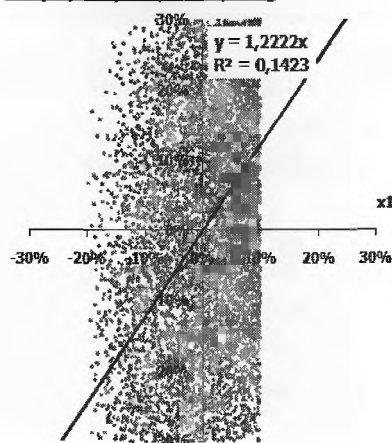
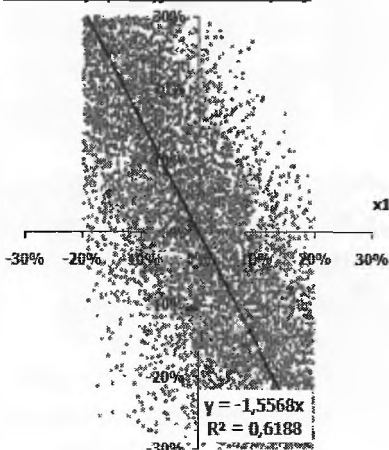
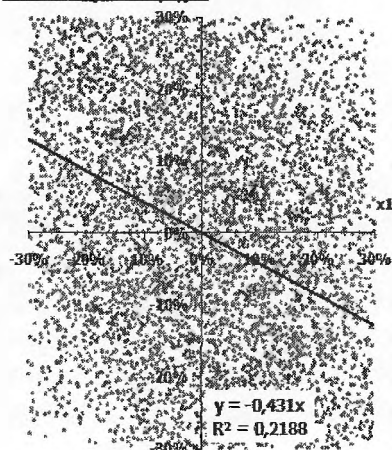
Charakterystyka zróżnicowanych rozkładów statystycznych czynników ryzyka

	A	B	C	D	E	F	G	H	
1									
2		Parametry rozkładu	Rozkład				Generuj NPV		
3			Normalny	Lewostronny	Jednostajny	Normalny			
4			E(x)	200 000	180 000	230 000		250 000	
5			a/v*	3%	-20%	-20%		25%	
6			b		10%	20%			
7			*współczynnik zmienności w przypadku rozkładu normalnego:						
8		i	x1	x2	x3	x4	NPV		
9		1	0%	-1%	4%	53%	-29%		
10		2	-2%	9%	1%	-10%	12%		
11		3	-1%	3%	6%	6%	-10%		
12		4	0%	9%	-16%	-33%	50%		
13		5	-2%	2%	5%	21%	-17%		
14		6	3%	-3%	16%	-5%	-22%		

Różnice w rozkładach statystycznych przypisanych poszczególnym czynnikom ryzyka można zauważyć, analizując charakterystyczny poziomy rozkład zagęszczenia punktów na poszczególnych wykresach (rysunek 4). Rozkład zagęszczenia punktów w kierunku pionowym jest efektem nałożenia na siebie rozkładów zmienności pozostałych czynników ryzyka.

Pomimo zróżnicowania rozkładów czynników ryzyka, współczynniki kierunkowe (współczynniki wrażliwości) dla poszczególnych równań regresji pozostają na poziomie zbliżonym do uzyskanych metodą tradycyjną. Jest to spowodowane wymuszeniem przecięcia przez linię regresji osi pionowej w punkcie zero.

Jednocześnie jednak zasadniczej zmianie uległy współczynniki determinacji. Zmiany przychodów ze sprzedaży towarów tylko w kilku procentach (3,25%) wyjaśniają zmiany NPV. Dzieje się tak, pomimo iż z tym czynnikiem ryzyka związany jest wysoki współczynnik wrażliwości (1,38). Znacznie większy, bo ok. 22-proc. udział w zmienności NPV mają nakłady inwestycyjne, pomimo że związany z nimi współczynnik wrażliwości jest ok. trzykrotnie niższy (-0,431). Przykład ten potwierdza formułowane na wstępie przypuszczenie, iż o udziale w całkowitej zmienności zmiennej ryzyka decydują współczynniki wrażliwości poszczególnych czynników ryzyka w połączeniu z ich indywidualną zmiennością.

X1 - przychody ze sprzedaży towarówX2 - przychody ze sprzedaży usługX3 - koszty operacyjne bez amortyzacjiX4 - nakłady inwestycyjne

Rys. 4. Wyznaczanie zmian NPV w oparciu o zmiany czynników ryzyka przy założeniu zróżnicowanych rozkładów pozostałych czynników ryzyka

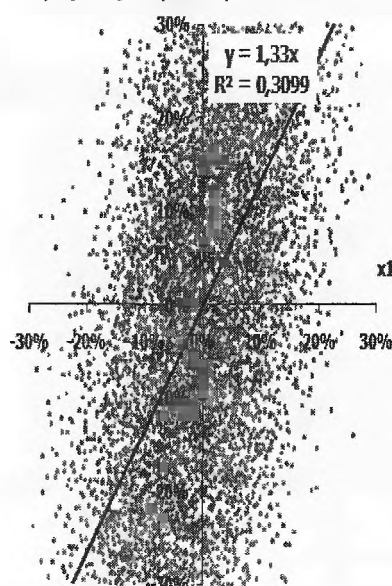
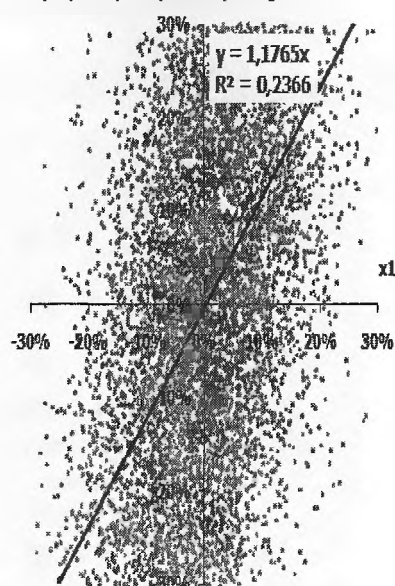
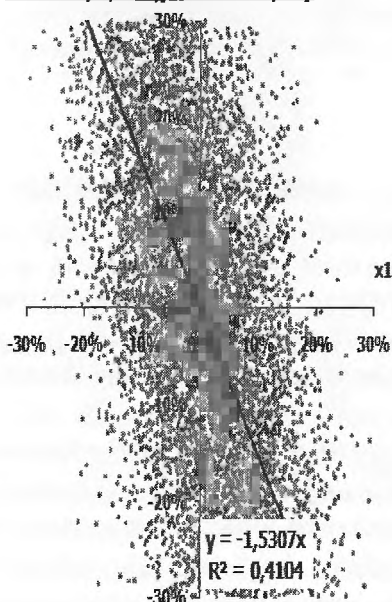
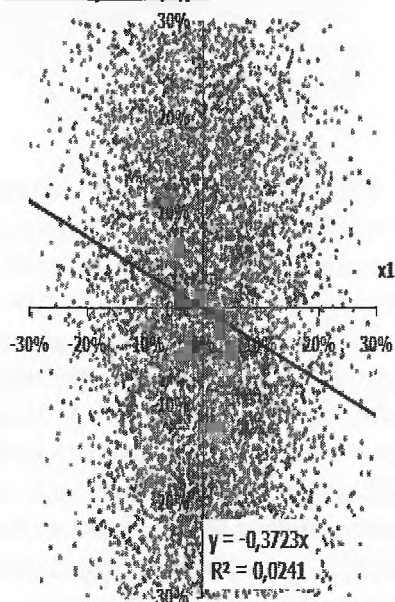
Unikalną cechą metody symulacyjnej jest również możliwość uwzględnienia statystycznej zależności pomiędzy czynnikami ryzyka. W prezentowanym przykładzie (tabela 3) założono ujemną korelację $(-0,5)$ pomiędzy przychodami ze sprzedaży towarów a przychodami ze sprzedaży usług (zakładając teoretyczną substytucję przychodów uzyskiwanych z inwestycji). Jednocześnie założono jednakowy dla wszystkich zmiennych losowych rozkład normalny. Skorelowane wartości czynników ryzyka uzyskano dzięki zastosowaniu dekompozycji liczb losowych Choleskiego.

Tabela 3

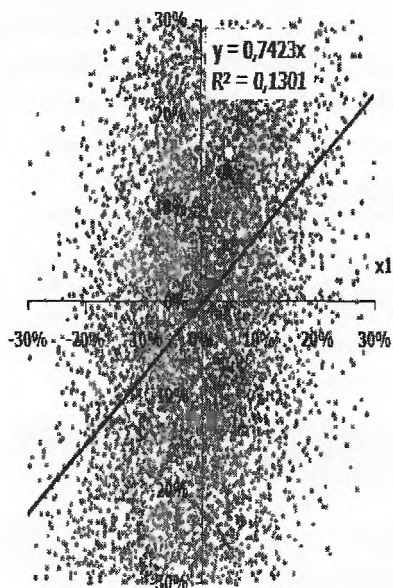
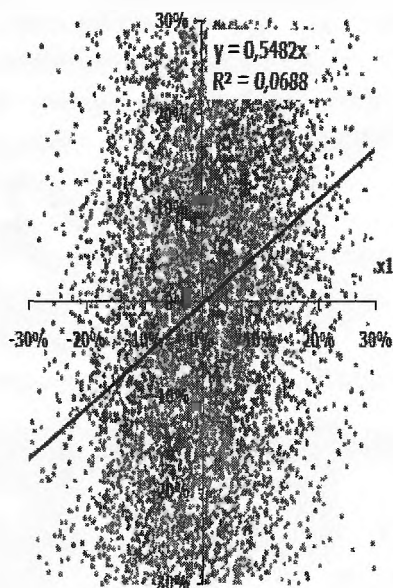
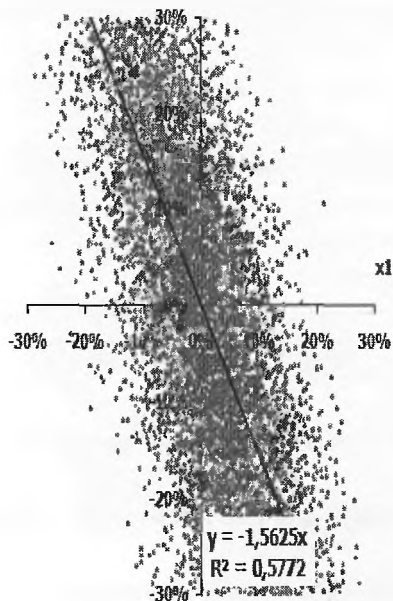
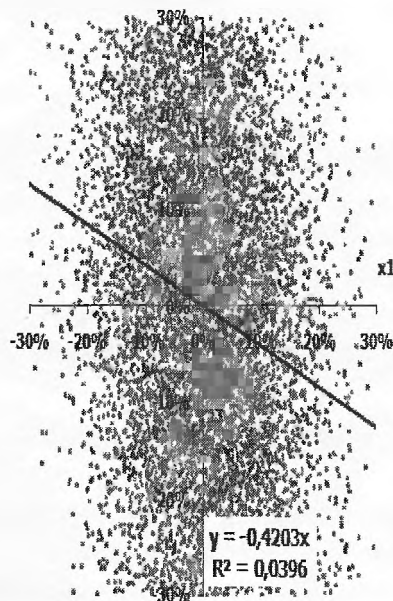
Parametry rozkładów z uwzględnieniem korelacji zmiennych X_1 i X_2

	A	B	C	D	E	F	G	H	
1									
2		Parametry rozkładu	Rozkład				Generuj NPV		
3			Normalny	Normalny	Normalny	Normalny			
4			E(x)	200 000	180 000	230 000		250 000	
5			v*	10%	10%	10%		10%	
6			S*	20 000	18 000	23 000		25 000	
7			*v-współczynnik zmienności; S-odchylenie standardowe						
8		i	x1	x2	x3	x4	NPV		
9		1	-16%	-7%	10%	4%	47%		
10		2	12%	-5%	9%	24%	-15%		
11		3	3%	6%	15%	-13%	-7%		
12		4	15%	-9%	-3%	14%	10%		
13		5	6%	14%	-10%	7%	39%		
14		6	-3%	-1%	6%	-13%	-9%		

Wyniki symulacji uwzględniającej ujemną korelację pomiędzy czynnikami X_1 i X_2 (rysunek 6) wskazują na istotne zmiany w stosunku do wyników uzyskanych dla rozkładów nieskorelowanych (rysunek 5). Pomimo iż indywidualna zmienność X_1 i X_2 nie uległa zmianie, jednak na skutek zjawiska dywersyfikacji zmiana każdego z nich powoduje natychmiastową kompensatę przez drugi z czynników, a w efekcie obniża wpływ na zmiany NPV. W konsekwencji, współczynniki β_1 i β_2 uległy istotnemu zmniejszeniu, podczas gdy pozostałe współczynniki (β_3 i β_4) uległy niewielkiemu zwiększeniu (co do wartości bezwzględnej). Ponieważ w analizowanym przykładzie założono jednakową zmienność wszystkich czynników ryzyka, dlatego zmiany współczynników wrażliwości pociągają analogiczne co do kierunku zmiany współczynników determinacji. Oznacza to, że zmienne skorelowane w mniejszym niż poprzednio procencie wyjaśniają zmiany NPV, podczas gdy wpływ czynników nieskorelowanych stał się bardziej znaczący.

X1 - przychody ze sprzedaży towarówX2 - przychody ze sprzedaży usługX3 - koszty operacyjne bez amortyzacjiX4 - nakłady inwestycyjne

Rys. 5. Wyznaczanie zmian NPV w oparciu o zmiany czynników ryzyka przy założeniu braku korelacji pomiędzy czynnikami X1 i X2

X1 - przychody ze sprzedaży towarówX2 - przychody ze sprzedaży usługX3 - koszty operacyjne bez amortyzacjiX4 - nakłady inwestycyjne

Rys. 6. Wyznaczanie zmian NPV w oparciu o zmiany czynników ryzyka przy założeniu ujemnej korelacji pomiędzy czynnikami X1 i X2 na poziomie $R=0,5$

Standardowe podejście do analizy wrażliwości, opierające się na zależności (2) (dla metody tradycyjnej), lub też na zależności (3) (dla metody symulacyjnej) sugeruje indywidualną analizę poszczególnych czynników ryzyka X_i w aspekcie ich udziału w zmienności zmiennej ryzyka Y . Uogólniając formułę (3) do postaci (4), zmienną ryzyka można wyrazić jako funkcję wszystkich n czynników ryzyka.

$$Y = \sum_{i=1}^n \beta_i X_i + \epsilon \quad (4)$$

Dla analizowanego przykładu zależność ta przybiera postać (5). W równaniu nie występuje składnik losowy ϵ , bowiem zakłada się, że czynniki X_1 - X_4 są jedynymi czynnikami ryzyka.

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon \quad (5)$$

Liniowy charakter zależności stanowi uproszczenie wobec występujących w praktyce modelowania finansowego złożonych związków funkcyjnych. Jest ono uzasadnione w sytuacji, w której rozważane odchylenia czynników ryzyka od wartości oczekiwanych są na tyle niewielkie, że ich skutki (zmiany zmiennej ryzyka) mają w przybliżeniu charakter liniowy. Zauważyć należy, że wobec występowania nieliniowych zależności pomiędzy czynnikami ryzyka a zmienną ryzyka, metoda symulacyjna lepiej wyznacza współczynnik wrażliwości. Uwzględnia ona bowiem zakres zmienności opisany rozkładem statystycznym, wynikający z uwarunkowań ekonomicznych (danych historycznych) lub precyzyjnych założeń analityka, jak również – z racji wykorzystania numerycznych metod aproksymacji (do znalezienia równania regresji) – lepiej „uśrednia” współczynnik zależności liniowej.

Wykorzystując odpowiednie właściwości zmiennych losowych, na podstawie równania (5) można wyznaczyć wariancję zmiennej ryzyka (6).

$$S^2(Y) = \beta_1^2 S^2(X_1) + \beta_2^2 S^2(X_2) + \beta_3^2 S^2(X_3) + \beta_4^2 S^2(X_4) + \epsilon \quad (6)$$

Zależność (6) została zweryfikowana dla wszystkich prezentowanych wcześniej przykładów (tabela 4).

Wariancja (zmienność) NPV jest w przybliżeniu równa sumie kwadratów wariancji poszczególnych czynników ryzyka pomnożonych przez kwadraty odpowiadających im współczynników wrażliwości. Udziały tak zdefiniowanych składników w wariancji NPV są równe odpowiadającym im wskaźnikom

determinacji R^2 . Oznacza to, że uzyskane w metodzie symulacyjnej wskaźniki R^2 określają, w jakim procencie określone czynniki ryzyka uczestniczą w ryzyku przedsięwzięcia. Jak wykazano, udział ten zależy zarówno od współczynnika wrażliwości, jak również od zmienności czynnika ryzyka.

W ocenie ryzyka pomiar wrażliwości wskaźników opłacalności stanowi komplementarne ogniwo procesu zarządzania ryzykiem inwestycji rzeczowych, obok pomiaru zmienności i zagrożenia wymagających niejako z zasady przeprowadzenia symulacji. Stosowanie zatem metody tradycyjnej w miejsce metody symulacyjnej – w sytuacji gdy wygenerowano losowo warianty czynników ryzyka – jest działaniem zbędnym i dodatkowo pracochłonnym.

Tabela 4

Udział poszczególnych czynników ryzyka w wariancji NPV

Przykład 01 rozkłady jednostajne	Parametr	x1	x2	x3	x4	NPV
	β_i	1,34375	1,21380	-1,56341	-0,39626	1,00000
	Si	0,11516	0,11571	0,11570	0,11569	0,27988
	$\beta^2 Si^2$	0,02395	0,01973	0,03272	0,00210	0,07834
	$\beta^2 Si^2 / S(NPV)^2$	30,57%	25,18%	41,77%	2,68%	100,00%
	R^2	30,57%	25,18%	41,77%	2,68%	100,00%
Przykład 02 różne typy rozkładów	Parametr	x1	x2	x3	x4	NPV
	β_i	1,38194	1,22184	-1,55669	-0,43093	1,00000
	Si	0,03001	0,07081	0,11581	0,24894	0,22918
	$\beta^2 Si^2$	0,00172	0,00749	0,03250	0,01151	0,05252
	$\beta^2 Si^2 / S(NPV)^2$	3,28%	14,25%	61,88%	21,91%	100,00%
	R^2	3,28%	14,25%	61,88%	21,91%	100,00%
Przykład 03 rozkłady normalne nieskorelo- wane	Parametr	x1	x2	x3	x4	NPV
	β_i	1,33010	1,17648	-1,53066	-0,37234	1,00000
	Si	0,10067	0,09946	0,10066	0,10029	0,24053
	$\beta^2 Si^2$	0,01793	0,01369	0,02374	0,00139	0,05785
	$\beta^2 Si^2 / S(NPV)^2$	30,99%	23,67%	41,04%	2,41%	100,00%
	R^2	30,99%	23,67%	41,04%	2,41%	100,00%
Przykład 03 rozkłady normalne skorelo- wane	Parametr	x1	x2	x3	x4	NPV
	β_i	0,74227	0,54837	-1,56255	-0,42034	1,00000
	Si	0,10121	0,09971	0,10126	0,09872	0,20827
	$\beta^2 Si^2$	0,00564	0,00299	0,02504	0,00172	0,04338
	$\beta^2 Si^2 / S(NPV)^2$	13,01%	6,89%	57,72%	3,97%	100,00%
	R^2	13,01%	6,89%	57,72%	3,97%	100,00%

Podsumowując wybrane aspekty wykorzystania analizy wrażliwości w ocenie ryzyka przedsięwzięcia inwestycyjnego należy stwierdzić, że wykorzystanie metod symulacyjnych stanowi wartościową alternatywę w stosunku do metody tradycyjnej. Przemawiają za tym następujące argumenty:

- analiza symulacyjna ilustruje faktyczny i całościowy, a nie uproszczony obraz zależności pomiędzy czynnikami ryzyka a zmienną ryzyka,
- pozwala uwzględnić rzeczywisty charakter zmienności czynników ryzyka (zróżnicowane typy i parametry rozkładu) w miejsce założonych arbitralnie jednakowych i liniowych,
- pozwala uwzględnić zależność statystyczną (korelację) występującą pomiędzy czynnikami ryzyka,
- stanowi istotny element pomiaru ryzyka w procesie zarządzania ryzykiem obok oceny zmienności i zagrożenia.

Do wad analizy symulacyjnej należy zaliczyć przede wszystkim jej złożoność. W praktyce w sytuacjach typowych: symetrycznych rozkładów zmienności czynników ryzyka oraz ich niezależności statystycznej zastosowanie metody tradycyjnej pozwala na uzyskanie wystarczająco precyzyjnych współczynników wrażliwości. Jednocześnie znajomość statystycznej zmienności poszczególnych czynników ryzyka (wariancji) umożliwia w oparciu o zależność (6) określenie faktycznego wpływu poszczególnych czynników ryzyka na całkowite ryzyko przedsięwzięcia inwestycyjnego. Popełnienie sformułowanego na wstępie błędu interpretacyjnego na etapie wnioskowania jest więc najczęściej nie tyle efektem wykorzystania metody tradycyjnej w miejsce symulacyjnej, a raczej nadmiernie uproszczonego rozumienia związków, jakie zachodzą pomiędzy czynnikami a zmienną ryzyka.

Literatura

- Jajuga K., Jajuga T.: *Inwestycje*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Kaczmarzyk J., Zieliński T.: *Modelowanie finansowe z użyciem arkusza kalkulacyjnego*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2010.
- Levine D., Stephan D., Krehbiel T.C., Berenson M.: *Statistics for Managers Using Microsoft Excel®*. Fourth Edition. Prentice Hall, New Jersey 2005.
- Maddala G.S.: *Ekonometria*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Marcinek K.: *Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2002.

- Rogowski W.: *Rachunek efektywności inwestycji*. Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2008.
- Snarska A.: *Statystyka, ekonometria, prognozowanie*. Wydawnictwo Placet, Warszawa 2005.
- Zieliński T., Kaczmarzyk J.: *Program ToJa Risk w analizie ryzyka inwestycyjnego*. W: *Współczesne finanse. Stan i perspektywy finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*. Red. B. Kłosowska. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008.

SIMULATION METHODS IN THE EXTENDED SENSITIVITY ANALYSIS

Summary

Traditional sensitivity analysis may provide incorrect conclusions in the context of the particular risk factors' influence on the risk variables. Using simulation techniques in the sensitivity assessment may significantly increase the effectiveness of the risk management process. The sensitivity analysis, based on a simulation process, describes actual and complete image of interdependence between the risk factors and the risk variables. The extended sensitivity analysis includes real statistical distributions describing risk factors and possible interdependences between them. The authors have presented the extended sensitivity analysis concept using the financial model calculating the real investment project's profitability.

UBEZPIECZENIA FINANSOWE W WARUNKACH KRYZYSU GOSPODARCZEGO

Wprowadzenie

W okresie kryzysu gospodarczego podmiot gospodarczy funkcjonuje w szczególnych warunkach, których jednym z przejawów jest wzrost ekspozycji na ryzyko ekonomiczne. Z jednej strony wzrost tego ryzyka dotyczy realnych procesów zachodzących w podmiocie gospodarczym, jak np. spadek popytu na produkty (usługi) czy wzrost cen surowców, a z drugiej strony następują zakłócenia w przepływach pieniężnych, które najczęściej są spowodowane przez opóźnienia w spłacie należności, utrudnienia w dostępie do kredytu bankowego oraz spadek wartości aktywów finansowych, w których przechowywane są rezerwy płynności. Problemy związane z przepływami pieniężnymi pojawiają się już na etapie kryzysu finansowego, a w przypadku wystąpienia recesji w sferze realnej gospodarki mogą ulec dalszemu nasileniu, w wydatny sposób przyczyniając się do upadłości podmiotu gospodarczego. Szczególne znaczenie dla funkcjonowania podmiotu gospodarczego ma więc ryzyko finansowe, a w ramach niego nie tylko ryzyko zmiany cen aktywów finansowych, stopy procentowej czy kursu walutowego, ale także ryzyko płynności czy ryzyko kredytowe.

Ryzyko kredytowe może zostać wyeliminowane poprzez stosowanie sprzedaży gotówkowej, jednak ze względu na istniejącą konkurencję na rynkach zbytu zastosowanie tej metody ograniczania ryzyka wydaje się dość trudne. W przypadku kryzysu gospodarczego dążenie do utrzymania sprzedaży na poziomie nie niższym od progu rentowności może wymuszać stosowanie kredytu kupieckiego przez przedsiębiorstwo. Dlatego też jako narzędzie ograniczania ryzyka kredytowego może być wykorzystane ubezpieczenie finansowe. Umożliwia ono pokrycie strat finansowych powstałych w wyniku niespłacenia przez kontrahentów swoich zobowiązań.

Ubezpieczenia finansowe, w tym ubezpieczenie kredytu, oferowane są chętnie przez ubezpieczycieli w okresach stabilnego rozwoju gospodarki. Wtedy także powinny być nabywane przez przedsiębiorstwa zainteresowane ograniczaniem skutków ryzyka kredytowego. Należy się jednak zastanowić, na ile skuteczne może być stosowanie tego ubezpieczenia w przypadku dużego wzrostu ekspozycji z tytułu ryzyka kredytowego na skutek kryzysu gospodarczego czy tylko samego kryzysu finansowego.

Przedmiotem artykułu jest ocena realizacji funkcji ochrony ubezpieczeniowej realizowanej przez ubezpieczenia finansowe w okresie kryzysu gospodarczego (czy tylko samego kryzysu finansowego). Rozważania teoretyczne zostaną przeprowadzone na przykładzie ubezpieczenia kredytu kupieckiego. Zostaną one uzupełnione analizą danych dotyczących rynku ubezpieczeń finansowych w Polsce w latach 2006-2009.

1. Specyfika ubezpieczeń finansowych

Ubezpieczenia finansowe¹ należy wiązać przede wszystkim z ograniczaniem ryzyka niewywiązania się kontrahenta ze swojego zobowiązania finansowego, czyli tego aspektu ryzyka kredytowego, który jest określany jako ryzyko niedotrzymania warunków². W przypadku tego ubezpieczenia podstawowym zadaniem jest ochrona płynności finansowej wierzyciela, bez względu na to, kto jest inicjatorem zawarcia umowy ubezpieczenia tego typu, tzn. czy ubezpieczającym jest dłużnik czy wierzyciel. Ubezpieczenie to ze względu na cechy szczególne wierzytelności może dotyczyć kredytu kupieckiego, kredytu bankowego, należności leasingowych czy należności faktoringowych³.

Szczególnym przypadkiem ubezpieczeń kredytu ze względu na przedmiot ubezpieczenia są ubezpieczenia eksportowe, które w ramach polityki gospodarczej państwa są gwarantowane przez Skarb Państwa w drodze przekazywania zakładowi ubezpieczeń – Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eks-

¹ Za szczególną grupę ubezpieczeń finansowych, która w zasadzie występuje w polskich warunkach, ze względu na regulacje prawne w zakresie działalności ubezpieczeniowej, należy uznać ubezpieczenia pozostałych ryzyk finansowych, takich jak: ryzyko utraty zatrudnienia, ryzyko utraty zysków, nieprzewidzianych wydatków handlowych, utraty wartości rynkowej itp. Wynika to z wyodrębnienia grupy ubezpieczeń w ramach działu II – pozostałe ubezpieczenia osobowe i ubezpieczenia majątkowe, która dotyczy pozostałych ryzyk finansowych w ramach załącznika do ustawy z dnia 22 maja 2003 r. O działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. 2003, nr 124, poz. 1151).

² Obok ryzyka niedotrzymania warunków, wskazuje się jeszcze inny aspekt ryzyka kredytowego, tj. ryzyko wiarygodności kredytowej (zdolności kredytowej). Por. *Zarządzanie ryzykiem*. Red. K. Jajuga. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 23-24.

³ Szerzej na temat poszczególnych typów ubezpieczenia zobowiązania kontraktowego o charakterze finansowym por. J. Monkiewicz: *Podstawy ubezpieczeń. Tom 2 – Produkty*. Poltext, Warszawa 2001, s. 294 i nast.

portowych SA – odpowiednich środków zabezpieczonych na ten cel w budżecie państwa. Dotyczą one kredytów eksportowych, gdy chronią jednostkę finansującą kontrakt eksportowy, oraz kontraktów eksportowych, gdy chronią przedsiębiorcę krajowego na wypadek strat poniesionych w związku z realizacją kontraktu eksportowego przed wysyłką towaru albo po wysyłce towaru czy realizacji usługi (ryzyko kredytu). Kontrakty eksportowe mogą być zabezpieczane poprzez ubezpieczenie bezpośrednie, ubezpieczenie pośrednie (reasekurację) lub poprzez udzielenie gwarancji ubezpieczeniowej⁴.

Poza ubezpieczeniem kredytu, do ubezpieczeń finansowych zalicza się także gwarancję ubezpieczeniową, która nie jest ubezpieczeniem w ścisłym tego słowa znaczeniu, ale udzielana jest przez zakład ubezpieczeń na wniosek dłużnika w celu zwiększenia bezpieczeństwa wierzyciela, który staje się beneficjentem tej formy zabezpieczenia. Nabywa on prawo do dochodzenia swoich roszczeń od zakładu ubezpieczeń, jeżeli dłużnik nie wywiąże się ze swojego zobowiązania w terminie. Gwarancje ubezpieczeniowe wykorzystywane są w zabezpieczaniu m.in. długu celnego, wadium przy przetargach, należytego wykonania umowy, zwrotu zaliczki czy związane z uzyskaniem koncesji (np. przez biura turystyczne)⁵. Podobnie jak w przypadku ubezpieczenia kredytu, gwarancja ubezpieczeniowa chroni interes majątkowy wierzyciela, jednak w jej przypadku zleceniodawcą tej formy zabezpieczenia zobowiązania jest dłużnik. Jej zawarcie może jednak zostać wymuszone przez drugą stronę transakcji w ramach postanowień kontraktu handlowego.

Ze względu na zakres rodzajowy ochrony ubezpieczeniowej, tj. gwarancji pokrycia przez zakład ubezpieczeń strat finansowych powstałych w wyniku nastąpienia określonego w umowie ubezpieczenia wypadku ubezpieczeniowego, ubezpieczenie kredytu kupieckiego dotyczyć może ryzyka handlowego albo ryzyka niehandlowego. Ryzyko handlowe wiąże się z prowadzeniem działalności gospodarczej w warunkach normalnych, tj. niezakłóconych decyzjami politycznymi czy administracyjnymi uniemożliwiającymi zapłatę zobowiązania (ryzyko polityczne), strajkami czy zamieszkami (ryzyko społeczne), katastrofami naturalnymi lub technicznymi (ryzyko katastroficzne), czy atakami terrorystycznymi (ryzyko terrorystyczne). Ryzyko polityczne, społeczne, katastroficzne czy ryzyko terrorystyczne zaliczane są do grupy ryzyka nie-

⁴ Ubezpieczenie eksportowe może także dotyczyć inwestycji bezpośrednich za granicą, kosztów poszukiwania zagranicznych rynków zbytu oraz umów sprzedaży zawartych przez przedsiębiorców zależnych. Zakres ubezpieczeń eksportowych i ich organizacja regulowane są ustawą z dnia 7 lipca 1994 r. O gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach eksportowych. Dz.U. 2001, nr 59, poz. 609 z późn. zm.

⁵ Na temat charakterystyki poszczególnych typów gwarancji por. m.in.: J. Kukielka, J. Poniewierka: *Ubezpieczenia finansowe*. Oficyna Wydawnicza „Branta”, Bydgoszcz – Warszawa 2003, s. 113 i nast.

handlowego, które także może być objęte ochroną w ubezpieczeniu kredytu kupieckiego⁶. W przypadku ryzyka handlowego wypadek ubezpieczeniowy może dotyczyć zachwiania płynności kredytobiorcy lub trwałej niewypłacalności. Zachwianie płynności dotyczy sytuacji, gdy dłużnik spóźnia się z zapłatą przez określony czas (np. 1 dzień, 30 dni, 90 dni). Natomiast trwała niewypłacalność wiąże się z ogłoszeniem upadłości przez dłużnika, otwarciem postępowania układowego lub zawarciem układu z dłużnikiem po przeprowadzeniu takiego postępowania, bezskutecznością egzekucji długu z majątku dłużnika czy też z likwidacją przedsiębiorstwa⁷.

Wskazane w poprzednim akapicie przypadki wypadków ubezpieczeniowych związanych z ryzykiem handlowym dotyczą nie tylko sytuacji kryzysu gospodarczego, jednak z reguły w takim okresie znacznie się nasilają. Jednak pojawiające się trudności w płaceniu zobowiązań przez dłużników zaliczane są w takim przypadku nadal do ryzyka handlowego, gdyż decyzje dotyczące ich zapłaty podejmowane są dalej na poziomie przedsiębiorstwa, pomimo że utrata płynności może mieć swoje źródło w zmianach zachodzących w otoczeniu tego podmiotu. Utrudnienia w dostępie do kredytu obrotowego, straty na aktywach finansowych stanowiących rezerwy płynności, spadek przychodów ze sprzedaży spowodowany zmniejszeniem popytu itp. może powodować trudności w dokonywaniu zapłaty przez dłużników. Opóźnienia w spłacie należności będą powodowały u wierzyciela wzrost ekspozycji kredytowej z tytułu udzielonego kredytu kupieckiego, a także pogorszenie się płynności finansowej, co w dalszej kolejności może powodować spadek jego wiarygodności kredytowej (zdolności kredytowej). Taki stan rzeczy może oznaczać zmniejszenie możliwości zaciągania zobowiązań. Jeżeli wierzyciel posiada ochronę ubezpieczeniową z tytułu ubezpieczenia kredytu kupieckiego, to skutki niespłaconych należności będą skompensowane wypłatą odszkodowań przez ubezpieczyciela, co powinno zahamować proces spadku płynności finansowej, przynajmniej przez pewien czas⁸. Można więc stwierdzić, że w takim przypadku ubezpieczenie finansowe powinno spełniać swoją rolę w ochronie przed skutkami ryzyka kredytowego, także w warunkach kryzysu gospodarczego czy finansowego.

⁶ Por. J. Kukielka, D. Poniewierka: Op. cit., s. 265-270.

⁷ Ibid., s. 283-284.

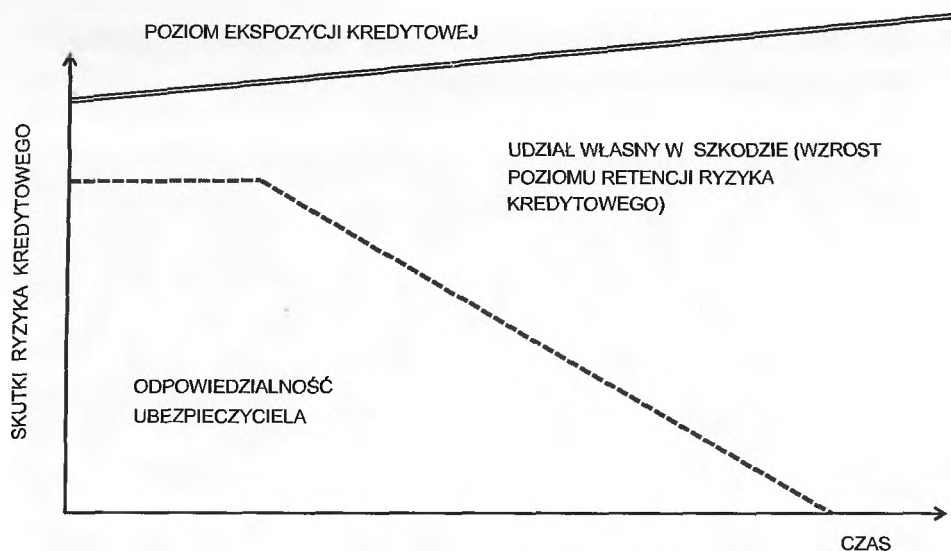
⁸ Poza zapewnieniem ciągłości spłaty należności, ubezpieczenie kredytu kupieckiego daje inne korzyści, takie jak: pomoc w windykacji należności przez ubezpieczyciela, zwiększenie wiarygodności kredytowej przez cesję praw z polisy na bank udzielający kredytu obrotowego, zaostreżenie procedur weryfikacji ryzyka kredytowego w ramach procedur narzuconych przez ubezpieczyciela.

2. Ograniczenia w realizacji ochrony ubezpieczeniowej w przypadku wzrostu ryzyka kredytowego

Wzrost wypłaty odszkodowań z tytułu ubezpieczeń kredytu (w tym kredytu kupieckiego), szczególnie w warunkach kryzysu gospodarczego czy finansowego, dotyczy większości ubezpieczonych wierzycieli. Oznaczać to będzie znaczny wzrost szkodowości po stronie ubezpieczycieli, czyli spadek rentowności tego produktu ubezpieczeniowego. Dlatego będą oni dążyć do ograniczenia poziomu indemnizacji powstałych szkód. Może to się odbywać poprzez niezawieranie nowych umów ubezpieczeń, nieprzedłużanie dotychczasowych umów, szczególnie w przypadku ubezpieczonych, u których nastąpił bardzo duży wzrost ryzyka kredytowego oraz wzrost wypadkowości (wypłaty odszkodowań). Mechanizmy zmniejszające szkodowość w tego typu ubezpieczeniu najczęściej są jednak wbudowywane w umowę ubezpieczenia, co powoduje możliwość ograniczania odpowiedzialności ubezpieczyciela nie tylko w przypadku wzrostu szkodowości spowodowanej przez kryzys gospodarczy, ale także w przypadku nasilania się zjawiska negatywnej selekcji u pojedynczych ubezpieczonych, przez włączanie do portfela kredytowego głównie dłużników o zwiększonym ryzyku kredytowym. Tego typu działania podejmowane przez zakłady ubezpieczeń mogą być postrzegane jako przyczyna ograniczania pełności ochrony ubezpieczeniowej (zmniejszania stopnia pokrycia powstałych strat) oraz jej dostępności (powszechności ochrony ubezpieczeniowej).

Należy jednak pamiętać, że zakłady ubezpieczeń oferujące ubezpieczenie kredytu kupieckiego zawsze wprowadzają do warunków umowy udział własny ubezpieczonego w szkodzie albo inny rodzaj ograniczenia odpowiedzialności (np. franszyzy), które powodują, że część niespłaconych przez dłużników należności będzie musiała być zatrzymana na ryzyko ubezpieczonego. Ponadto wzrost poziomu retencji ryzyka kredytowego w okresie nasilania się skutków kryzysu gospodarczego czy finansowego pomimo występowania ochrony ubezpieczeniowej z tytułu ubezpieczenia kredytu kupieckiego (rysunek 1) będzie spowodowany:

- wykluczeniem z portfela kredytowego objętego ubezpieczeniem dłużników, co do których nastąpił wypadek ubezpieczeniowy,
- ograniczeniem przyznanych dla poszczególnych dłużników limitów kredytowych lub ich nieodnawianie,
- wzrostem stawki składki na skutek wzrostu ryzyka kredytowego.



Rys. 1. Ograniczenie poziomu odpowiedzialności ubezpieczyciela z tytułu ubezpieczenia kredytu kupieckiego w okresie wzrostu ekspozycji na ryzyko kredytowe

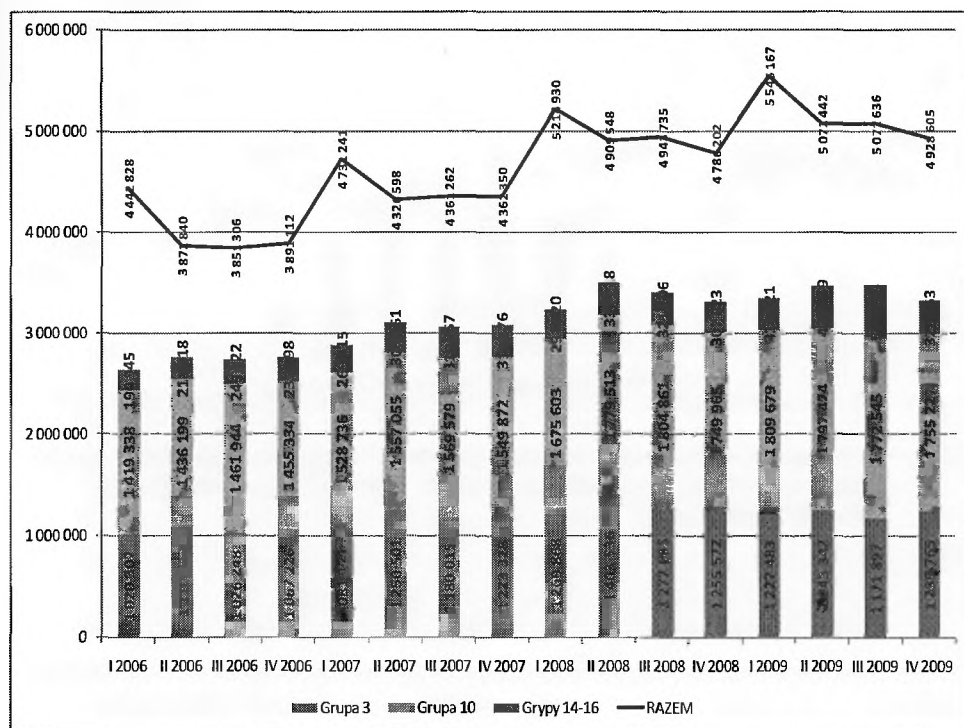
Nie bez znaczenia dla wzrostu poziomu retencji ryzyka kredytowego po stronie ubezpieczonego w okresie kryzysu gospodarczego będzie definicja wypadku ubezpieczeniowego oraz czas realizacji roszczenia odszkodowawczego. O ile czas wypłaty odszkodowania nie powinien znacząco się wydłużyć, nawet w przypadku znacznego wzrostu liczby zgłaszanych roszczeń, to okres między terminem płatności wierzytelności a momentem nastąpienia wypłaty odszkodowania może się wydłużać np. w związku z przedłużającymi się procedurami prawnymi stwierdzającymi trwałą niewypłacalność.

3. Rynek ubezpieczeń finansowych w Polsce na tle kryzysu finansowego

W ostatniej części artykułu na bazie podstawowych danych kwartalnych za lata 2006-2009, opisujących tendencje zachodzące na polskim rynku ubezpieczeń, podjęto próbę oceny reakcji na kryzys finansowy – jaki nastąpił w gospodarce światowej w drugiej połowie 2007 roku – ubezpieczeń finansowych, a przede wszystkim ubezpieczeń kredytu (grupa 14) oraz gwarancji ubezpieczeniowych (grupa 15).

Na podstawie wielkości składki przypisanej brutto można stwierdzić, że ubezpieczenia finansowe w najszerszym ujęciu, obejmującym grupy 14-16, nie

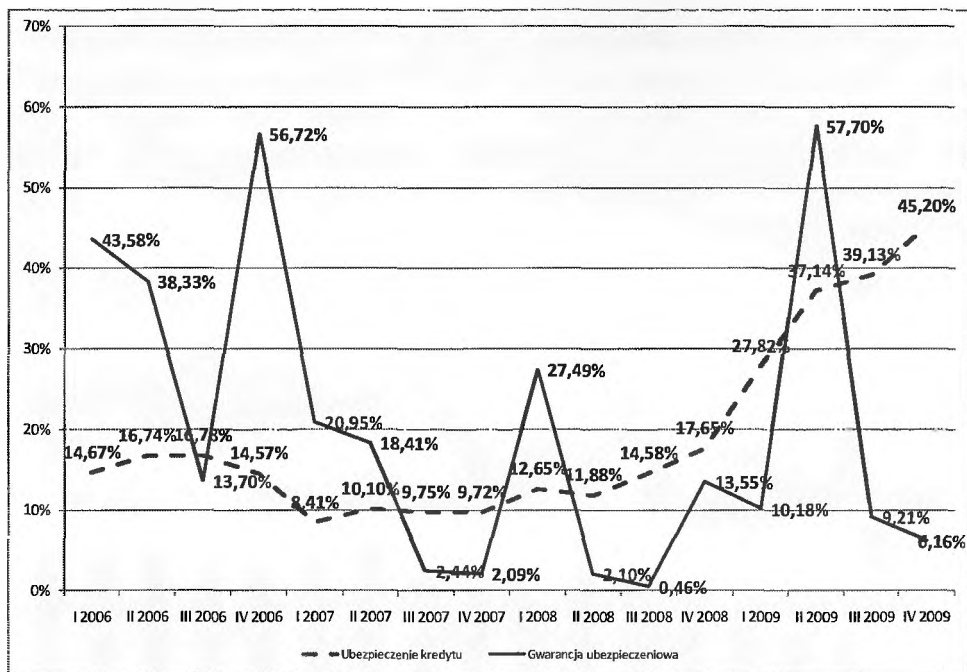
mogą być zaliczone do dominujących form zawieranych ubezpieczeń na polskim rynku ubezpieczeniowym. Ich udział w kwartalnym przypisie składki wahał się w latach 2006-2009 od 4,3% (I kwartał 2006 roku) do 10,6% (III kwartał 2009 roku). Dla porównania kwartalny przypis składki w ubezpieczeniach komunikacyjnych (grupy 3 i 10) wahał się w tym okresie między 55% a 66% (rysunek 2).



Rys. 2. Składka przypisana brutto w ujęciu kwartalnym w wybranych grupach ubezpieczeń w latach 2006-2009 (w tys. zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Poziom indemnizacji powstałych szkód w ramach ubezpieczenia kredytu (grupa 14) wyraźnie wzrasta nieprzerwanie od II kwartału 2008 roku do IV kwartału 2009 roku, kiedy relacja wypłaconych odszkodowań i świadczeń brutto do składki przypisanej brutto wyniosła 45,2%. Można to uznać za potwierdzenie właściwej reakcji czynnych ubezpieczeń kredytu na wzrost ekspozycji z tytułu ryzyka kredytowego. W przypadku zawartych gwarancji ubezpieczeniowych nie można w jednoznaczny sposób potwierdzić tego zjawiska, występuje w tym przypadku duża zmienność szkodowości (rysunek 3).



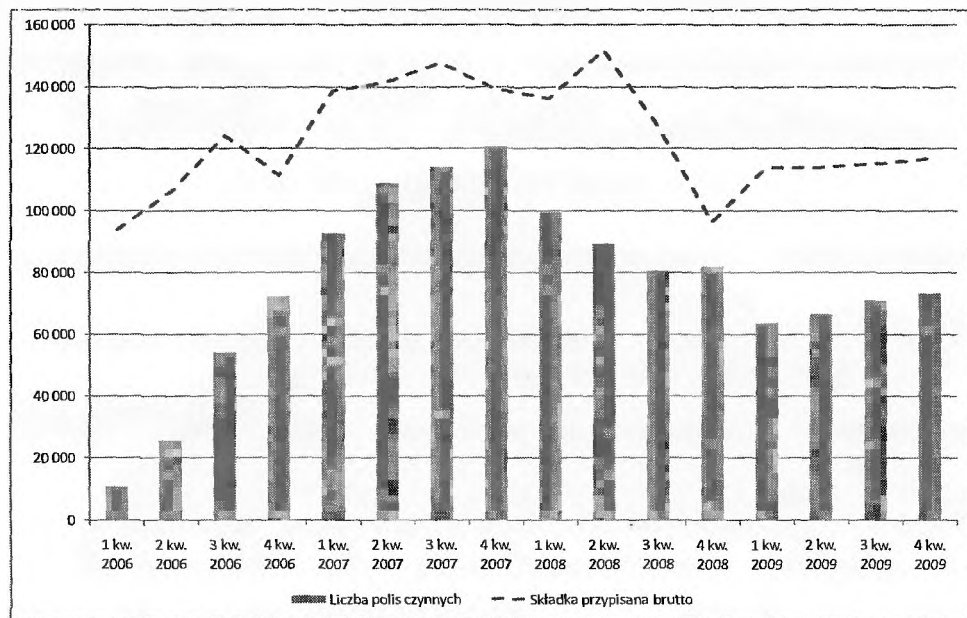
Rys. 3. Relacja składki przypisanej brutto do odszkodowań i świadczeń wypłaconych brutto w ujęciu kwartalnym dla ubezpieczeń kredytu i gwarancji ubezpieczeniowych za lata 2006-2009 (w %)

Źródło: Ibid.

Wzrost liczby czynnych polis w ubezpieczeniu kredytu w okresie od początku 2006 roku do końca 2007 roku oraz pojawienie się wyraźnej tendencji spadkowej w okresie od I kwartału 2008 do I kwartału 2009 pozwala na stwierdzenie, że rynek ubezpieczeń kredytu zareagował także na wzrost ryzyka kredytowego w następstwie kryzysu finansowego. Potwierdzeniem tej reakcji może być także wyraźny wzrost składki przypisanej brutto w stosunku do niewielkiego wzrostu liczby czynnych polis w dalszych trzech kwartałach 2009 roku (rysunek 4).

Jednocześnie spadkowi czynnych polis w ubezpieczeniu kredytu towarzyszył duży wzrost czynnych gwarancji ubezpieczeniowych. W latach 2006-2007 ich liczba wahała się w ujęciu kwartalnym między 69 tys. a 79 tys. sztuk. Natomiast od początku 2008 roku następuje wzrost liczby czynnych gwarancji ubezpieczeniowych, a w III i IV kwartale 2009 roku ich liczba wzrosła odpowiednio do 404 tys. oraz 425 tys. sztuk. Oznacza to, że przy równoczesnym zmniejszeniu dostępności ubezpieczenia kredytu, gwarancja ubezpieczeniowa stała się częściej wykorzystywaną formą zabezpieczenia wierzy-

telności. W okresie kryzysu jest ona bezpieczniejsza dla ubezpieczyciela, gdyż może on bezpośrednio ocenić sytuację finansową dłużnika, za którego gwarantuje spłatę długu, co w przypadku ubezpieczenia pakietów kredytowych nie jest do końca możliwe. Poza tym wzrost liczby gwarancji ubezpieczeniowych może być wynikiem dążenia do zwiększenia bezpieczeństwa obrotu gospodarczego przez wierzycieli w okresie wzrostu ryzyka utraty płynności finansowej.



Rys. 4. Liczba czynnych polis oraz składka przypisana brutto w ubezpieczeniu kredytu w ujęciu kwartalnym za lata 2006-2009

Źródło: Ibid.

Podsumowanie

Już na etapie kryzysu finansowego pojawiają się sygnały wzrostu poziomu ryzyka kredytowego, co zwykle pogłębia się i utrzuca na etapie kryzysu gospodarczego. Specyfika ubezpieczeń finansowych powoduje, że w przypadku wzrostu ekspozycji z tytułu ryzyka kredytowego następuje z jednej strony uruchomienie indemnizacji powstałych strat z tytułu nieuregulowanych należności, a z drugiej strony najczęściej dokonuje się niemal samoczynnie zmiana zakresu przedmiotowego ochrony ubezpieczeniowej. Jej konsekwencją jest obniżenie poziomu ochrony i/lub wzrost ceny tej ochrony.

W ubezpieczenie kredytu kupieckiego wbudowane są mechanizmy ograniczające nadmierny wzrost ryzyka zakładu ubezpieczeń (ryzyka techniczno-ubezpieczeniowego), które mogą być przyczyną zwiększonej retencji tego ryzyka przez ubezpieczonego.

Analiza składki przypisanej brutto, wypłaconych odszkodowań w ujęciu wartościowym i ilościowym w grupie ubezpieczeń kredytu oraz gwarancji ubezpieczeniowej wykazała reakcję rynku ubezpieczeń na zmianę warunków funkcjonowania¹ ubezpieczających i ubezpieczycieli na kryzys finansowy, poprzez wzrost indemnizacji powstałych szkód z tytułu ryzyka kredytowego, spadek liczby zawieranych ubezpieczeń kredytu przy równoczesnym wzroście zawartych gwarancji ubezpieczeniowych.

Literatura

Kukiełka J., Poniewierka J.: *Ubezpieczenia finansowe*. Oficyna Wydawnicza „Branta”, Bydgoszcz – Warszawa 2003, s. 113 i nast.

Monkiewicz J.: *Podstawy ubezpieczeń. Tom 2 – Produkty*. Poltext, Warszawa 2001.

Ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. o gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach eksportowych. Dz.U. 2001, nr 59, poz. 609 z późn. zm.

Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej. Dz.U. 2003, nr 124, poz. 1151 z późn. zm.

Zarządzanie ryzykiem. Red. K. Jajuga. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

FINANCIAL INSURANCES IN THE CONDITIONS OF THE ECONOMIC CRISIS

Summary

The role of the financial insurances in protection against the risk in the conditions of the economic crisis has been presented in this paper. The limitation in covering losses by the credit insurance caused by the growth the credit risk have been also shown. The general analysis of the tendency on the Polish market of financial insurances in years 2006 - 2009, that is in the period prior to the financial crisis and during it has been made. The assessment has been connected with the insurance of the credit and insurance guarantees. The tendencies have been examined in the premium and paid indemnities in the quarterly formulation.

ODSETKOWE STRUKTURYZOWANE INSTRUMENTY POCHODNE POWSTAŁE NA BAZIE PODSTAWOWEGO PRODUKTU CAP – COLLAR – FLOOR I WYNIKAJĄCE Z NICH ZAGROŻENIA DUŻYCH STRAT FINANSOWYCH DLA POLSKICH PODMIOTÓW

Wprowadzenie

W dniu 15 marca 2010 roku największa światowa agencja prasowa Bloomberg, na bazie artykułu Alana Katza¹, udostępniła informacje o olbrzymich i *de facto* niemożliwych do pokrycia stratach finansowych, jakie poniosło przepiękne francuskie historyczne miasto Saint-Étienne poprzez zakupienie walutowo-odsetkowego syntetycznego instrumentu pochodnego, którego sprzedawcą były dwie czołowe światowe instytucje finansowe z USA i Niemiec. Produkt ten jest pochodną podstawowego produktu finansowego *cap – collar – floor*, który w formie instrumentu pochodnego pierwszego stopnia i tanio może być wykorzystany do zarządzania ryzykiem odsetkowym jego właścicieli.

Cytowany artykuł był dla polskiej gospodarki i dla całego polskiego systemu finansowego niezwykle istotny, dlatego że po raz pierwszy mnie (i pewnie także wielu Polakom) obwieścił, że podobne instrumenty pochodne były sprzedane przez analogiczne instytucje także Polsce (w artykule niestety nie podano ich wartości, terminów wygaśnięcia, a także podmiotów, które te wyjątkowo ryzykowne dla siebie produkty zakupiły; chodzi o jednostki samorządu terytorialnego, a więc miasta, gminy, województwa, a także firmy lub finansowo zabezpieczone osoby fizyczne).

¹ www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=a30KHZKX1WJo&pos=15

Obawiam się, że żaden z tych podmiotów, a zapewne większość osób, które takie umowy podpisały i na ich podstawie zakupiły te produkty, nie wie nic na temat istoty (charakteru) tych instrumentów finansowych, o systemie ich funkcjonowania (zwłaszcza w czasie), a także, niestety, o ogromnym zagrożeniu związanym ze stratami finansowymi, które wynikają z ich nabycia przez nic niepodważających klientów. Tę moją hipotezę potwierdza także znany czeski ekonomista, a także doradca byłego prezesa Narodowego Banku Czech – profesor Józef Jilek. Na jednym ze swoich szkoleń poświęconych tematyce strukturyzowanych odsetkowych produktów w 2003 roku profesor Jilek poinformował, że według danych Narodowego Banku Czech 95% wszystkich walutowych transakcji zabezpieczających (włącznie z transakcjami zabezpieczającymi ryzyko wynikające z kredytów zagranicznych) przynosi zysk bankowi udzielającemu kredytu a nie klientowi. Natomiast klient w 95% poniesie w takich transakcjach stratę. Moje doświadczenie jest analogiczne i obowiązuje w całym okresie, począwszy od dnia jego zakomunikowania przez profesora J. Jilka.

W wyżej wspomnianym artykule na temat ryzykownych pochodnych instrumentów finansowych jest umieszczony, według mojej opinii, bardzo trafny cytat drugiego najzamożniejszego człowieka na świecie, Warrena Buffeta, dotyczący przyrównania ich istoty do... „broni finansowej masowego niszczenia”².

Dlatego właśnie tym ważnym aspektem, a także analizie i całemu systemowi funkcjonowania prezentowanych instrumentów pochodnych pierwotnego odsetkowego instrumentu pochodnego *cap – collar – floor* oraz jego niektórym wyższym pochodnym, a w szczególności ogromnym zagrożeniom dla nabywców tych produktów, jest poświęcony niniejszy artykuł.

1. Powstanie i istota pierwotnego odsetkowego pochodnego produktu *cap – collar – floor*

Po raz pierwszy z istnieniem i istotą funkcjonowania tego bardzo interesującego produktu spotkałem się w październiku 1992 roku na ekskluzywnej konferencji czołowych austriackich banków w ośrodku alpejskim Alpbach. Konferencja była zorganizowana przez 10 czołowych banków austriackich na czele z już nieistniejącymi, tj. Bankiem Austria i Credit Anstalt (banki te

² Ibid.

w okresie późniejszym zostały przejęte przez inne większe europejskie grupy bankowe).

Jednym z najciekawszych produktów zaprezentowanych na tym forum przez banki dla swoich klientów był właśnie pierwotny odsetkowy instrument pochodny *cap – dollar – floor*. Produkt ten był stworzony i przeznaczony do skutecznego zarządzania ryzykiem odsetkowym firm albo do uniemożliwienia, w tym okresie dość powszechnie występujących, znacznych zmian stóp procentowych.

Należy sobie uświadomić, że właśnie w tym czasie dochodziło do połączenia gospodarek obu państw niemieckich i stopy procentowe na markę niemiecką w tym okresie cechowała duża zmienność, a ponadto kształtowały się w swoich górnych granicach na poziomie ponad 9% (wcześniej na poziomie 3-5%). To oczywiście stawiało wyraźnie większe wymagania dotyczące prawidłowego zarządzania ryzykiem odsetkowym w bankach i firmach, którym banki udzielały kredytu. W zasadzie chodziło i nadal chodzi o to, że ten, kto potrafił i potrafi prawidłowo odgadnąć zmiany stóp procentowych w przyszłości, zyskiwał i zyskuje także dzisiaj przewagę w stosunku do konkurencji.

Odnosi się to także do banków i do otoczenia przedsiębiorstw. Trafne prognozowanie, a następnie wykorzystanie takiej wiedzy daje podmiotom dodatkowy zysk oraz większą zdolność konkurencyjną (np. do przejęcia słabszej, chociaż do tej pory płynnej finansowo konkurencji, do wypłaty większej dywidendy dla swoich akcjonariuszy itd.).

Jednym z głównych kierunków ówczesnego finansowego zarządzania w bankach był tzw. *cash management* (dopiero za mniej więcej 5 lat zaczął być wdrażany i wykorzystywany jako główny kierunek zarządzania tzw. *risk management*).

Do jego pełnego funkcjonalnego zastosowania i masowej implementacji do praktyki firm, którym banki udzialały kredytów, banki potrzebowały produktu, za pomocą którego mogliby ich klienci umieć względnie łatwo i dostatecznie skutecznie zarządzać ryzykiem odsetkowym z otrzymanych kredytów w taki sposób, aby znaczne wahania stóp procentowych nie zagrażały w żaden sposób realizacji podstawowych funkcji produkcyjnych firm i nie obniżały ich zdolności konkurencyjnej.

Banki z wprowadzenia tego produktu, oprócz opłat za jego implementację i trwałe zagospodarowanie, pobierały i zyskiwały więcej przez to, że umiały z wielką dokładnością (do 1-2%) określić potrzeby kredytowe swoich klientów, a w ten sposób skutecznie kontrolować za pomocą produktu *cash management* całkowity przepływ pieniądza oraz kondycję finansową tych firm, a za pośrednictwem tych podmiotów w zasadzie lepsze i dokładniejsze zarządzanie

własną płynnością finansową i całym majątkiem. W ten sposób banki uwalniały środki dalszego finansowania, ewentualnie umiały z góry, dzięki dokładnej prognozie swoich pozycji finansowych, dokładniej i taniej się dofinansowywać (w odróżnieniu od sytuacji, gdy pojawiały się problemy z ich płynnością finansową). Mogły też, na odwrót, z wyprzedzeniem i o wiele lepiej, przy korzystnych odsetkowych warunkach, umieścić w innych bankach swoje przyszłe krótkoterminowe lub długoterminowe nadwyżki środków finansowych.

1.1. Istota produktu

Produkty *cap* i *floor* oraz ich wynikowy kombinowany produkt *cap – collar – floor* należą do działalności handlowej banków.

Te terminowe instrumenty odsetkowe banki wprowadziły dla tych swoich klientów, którzy są zainteresowani gwarancją maksymalnej górnej granicy odsetek w całym okresie trwania umowy kredytowej, natomiast banki na odwrót, są zainteresowane (w związku z kierowaniem swoją płynnością finansową) ustaleniem minimalnej dolnej granicy, którą może osiągnąć oprocentowanie z kredytu i pod którą, w okresie ważności danej umowy kredytowej, już nie spadnie.

Stopa procentowa *cap* jest ustaleniem najwyższego możliwego poziomu stopy procentowej dla kredytów w przyszłości, które klient jest gotowy zaakceptować i za które chce zapłacić.

Bank zobowiązuje się w umowie do tego, że oprocentowanie kredytu, który ma być udzielony klientowi w przyszłości, będzie kształtować się maksymalnie w ustalonej wysokości nawet wtedy, gdy stopy procentowe na rynkach międzybankowych lub w całej gospodarce przewyższą ten poziom (nawet o kilka procent). Dzięki temu bank ma pewność, że klient będzie z kredytu korzystał i na czas spłacał, a klient z kolei ma gwarancję stałości maksymalnie możliwych odsetkowych kosztów w całym okresie umowy. To umożliwia mu dokładną kalkulację kosztową oraz skoncentrowanie się w pełnym wymiarze na jego podstawowej funkcji produkcyjnej (a nie na ciągłym rozwiązywaniu problemów związanych z wyraźnym wzrostem oprocentowania w gospodarce). Banki przygotowują się na ewentualny przyszły wzrost stóp procentowych na rynkach finansowych poprzez odpowiednie terminowe transakcje kredytowe, które zapewniają im środki do zapewnienia ustalonego warunku odsetkowego i które nie narażają banku na ryzyko pokrycia strat spowodowanych wzrostem stóp procentowych. Jeśli banki w ten sposób się nie zabezpieczą i stopy pro-

centowe wzrosną ponad ustalony poziom/granicę, wtedy różnicę tę na swoją niekorzyść (*de facto* straty) będą ponosić w pełnym wymiarze właśnie banki.

Stopy procentowe *cap* są ustalane indywidualnie w sprzedaży detalicznej dla kluczowych/dużych klientów albo są udzielane w postaci standaryzowanej (*stripped – oddzielnie*). Dla standaryzowanych *cap* obowiązuje to, że są sprzedawane w ilości standardowej, w określonych terminach i z uwzględnieniem innej stopy procentowej (wyższej) niż ta, która jest na rynkach finansowych. Nabywca musi się do tych warunków przystosować i je zaakceptować. Do takiej sytuacji dochodzi zazwyczaj wtedy, gdy oczekuje się wzrostu stóp procentowych.

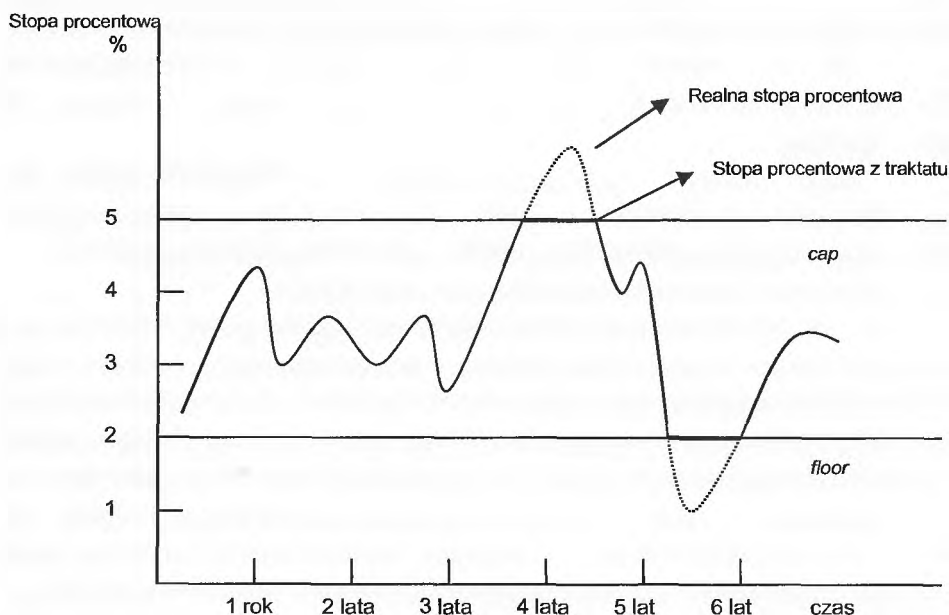
Banki w związku ze sprzedażą produktów zazwyczaj nie ponoszą ryzyka, ponieważ w przeciwnym kierunku poprzez handel na rynku pieniężnym odkrywają swoją otwartą pozycję. Jeśli tak nie robią, ryzykują pojawienie się możliwych strat zamiast realizacji dodatkowych zysków.

Stopa procentowa *floor* jest natomiast wymagana przy udzielaniu przez banki pożyczek np. ze zmienną stopą procentową. To oznacza, że obie strony umowy zobowiązują się do tego, że stopa procentowa udzielonego kredytu nie spadnie poniżej granicy ustalonej w umowie. Poprzez realizację tego produktu banki umożliwiają swoim kredytobiorcom partycypację w obniżaniu stóp procentowych, które klientom banku pozwolą obniżyć obciążenia z tytułu odsetek, a w ten sposób zwiększyć ich zdolność konkurencyjną w stosunku do pozostałych podmiotów z danego segmentu gospodarki (które nie mają takiego produktu i muszą nadal się dofinansowywać dotychczasowymi wysokimi stopami procentowymi).

Banki przenoszą część spadku stóp procentowych w odpowiedniej wielkości na swojego klienta (który oczywiście godzi się na to w umowie). Zazwyczaj wykonują to w ten sposób, że do zmiennej stopy procentowej dodają swoją marżę, np. 2%. Wynikowa stopa procentowa dla klientów waha się na poziomie określonej stopy międzybankowej (np. Stopa 3-miesięczna LIBOR, PRIBOR, WIBOR, itp.) + wprowadzony narzut banku (w tym wypadku 2%). Jeśli się zmienia stopa procentowa 3M, to po każdym 3 miesiącach zmienia się także stopa procentowa dla danego klienta banku – np. przy spadku o 2% z 6% na 4%.

Oprócz wymienionych produktów bankowych zostały opracowane również ich kombinacje. Jeśli dla zadłużonego wraz z udzieleniem kredytu jest ustalona jednocześnie minimalna i maksymalna stopa procentowa, utworzenie przedziału, w którym się będzie wahać stopa procentowa w przyszłości, oznacza się jako *collar*. Ustalenie tych warunków/przedziałów obniża ryzyko banku, który w takim przypadku skłonny jest obniżyć górną stopę procentową

(*cap*), co umożliwi dłużnikowi obniżenie obciążeń odsetkowych. Poniższy wykres (rysunek 1) pokazuje korytarz/przedział, w którym, w przypadku pochodnych produktu odsetkowego *cap – collar – floor* przy określeniu granic 2 i 5%, będzie wahać się obciążenie odsetkowe klienta banku w całym okresie jego kredytowej relacji z bankiem.



Rys. 1. Obciążenie odsetkowe klienta banku w całym okresie jego kredytowej relacji z bankiem

Źródło: M. Král: *Bankovnictví a jeho produkty*. GEORG, Žilina 2009, s. 210.

Od początku lat 90. XX wieku te podstawowe produkty były dalej rozwijane zgodnie z konkretnymi potrzebami klientów banku i obecnie występują w wielu częściowych modyfikacjach. Niestety, późniejszy proces sekuryzacji aktywów oraz powiązanych z nimi pierwotnych odsetkowych pochodnych produktów od początku XXI stulecia prowadził do tego, że banki zaczęły tworzyć te wyższe pochodne wyjściowych pochodnych w taki sposób, że ci klienci, którzy nie rozumieli zasad ich konstruowania, zostali *de facto* wystawieni na znacznie większe odsetkowe i finansowe ryzyko w porównaniu nie tylko z wyjściowym pochodnym produktem, ale także w stosunku do klasycznego podstawowego (kredytu w danej walucie w klasycznych rynkowych odsetkowych warunkach ze stałą stopą oprocentowania na cały okres, aż do spłacenia ostatniej raty odsetek i kapitału).

2. Instrument pochodny wyższego stopnia dla *cap – collar – floor* w postaci *Euribor Stability Performer* i jego istota

Jedną z ekstremalnie ryzykownych nowych modyfikacji pochodnych dla nieorientowanych klientów banku jest znacznie bardziej złożony instrument pochodny, który w swojej istocie wywodzi się z wyżej wymienionego podstawowego instrumentu pochodnego.

Ten nowy produkt w Czechach nazywa się *Euribor Stability Performer* (ESP). Jest to pochodna drugiego stopnia, która jest skonstruowana z przytoczonego klasycznego odsetkowego instrumentu pochodnego 1. stopnia *cap – collar – floor*. Jego konstrukcja jest niestety jednostronnie przygotowana na korzyść banku, który ten modyfikowany pochodny produkt utworzył z uwzględnieniem dwóch bardzo ważnych parametrów:

- **Obciążenie klienta w pełnym rozmiarze ryzykiem kursowym**, wpływającym z wahaniami/zmian kursu waluty, za pomocą którego ten produkt jest skonstruowany (zazwyczaj EUR/CZK lub USD/CZK itd.).
- **Zmiana stopy procentowej jest jednostronnie korzystnie przeniesiona na bank** poprzez:
 - a) zmianę stopy procentowej w górę (tj. wzrost) bank przenosi w pełnym lub częściowym wymiarze na klienta poprzez umożliwienie przesunięcia poziomu *cap* w górę. W ten sposób klient banku (często niedobrowolnie i przy podpisywaniu umowy nie wiedząc nic o pojawiającym się ryzyku) częściowo lub całkowicie (według tekstu zawartego w umowie) ponosi wszelkie straty z tytułu wzrostu stóp procentowych – bank przenosi poprzez ten produkt owe straty na klienta (częściowo lub całkowicie) i wyjściowe korzyści produktu *cap – collar – floor* w ten sposób eliminuje. Oczywiście, dla banków proceder ten jest korzystny – bank likwiduje swoją ryzykowną pozycję i tworzy przestrzeń dla dalszej kredytowej ekspansji;
 - b) zmianę stóp procentowych, a zwłaszcza partycypację klienta w ich obniżaniu bank szybko ogranicza i na klienta, z przypadającego dla niego pozytywnego odsetkowego rozwoju, nie przenosi praktycznie nic – na odwrót, cały zysk z takiego rozwoju pozostawia dla siebie.

W ten sposób banki likwidują podstawowy pozytywny sens pierwotnego instrumentu pochodnego dla swoich klientów – tj. szybkie i stosunkowo skuteczne zarządzanie ryzykiem stóp procentowych poprzez wprowadzenie maksymalnej górnej granicy, którą może stopa procentowa danego kredytu osiągnąć.

Ponadto bank likwiduje drugą i do tej pory istotną korzyść dla klienta, tj. jego partycypowanie w obniżaniu odsetkowych obciążeń w przypadku spadku stóp procentowych w danej gospodarce lub w danej walucie. Pochodny produkt ESP te dwa główne pozytywne elementy wyjściowego produktu bankowego po prostu eliminuje lub mocno modyfikuje tylko na korzyść banku – a bank w ten sposób swojego klienta pozostawia w jeszcze większym odsetkowym zagrożeniu, niż to było przed zawarciem umowy ESP.

De facto produkt ESP (możliwe, że nawet pierwotnie) jest przeznaczony do tego, aby pozbawić pieniędzy jego nabywcę. Przykładem są miasta: Saint Etienne we Francji, Pforzheim w Niemczech i wiele kolejnych.

2.1. Istota ryzyka finansowego ESP dla właściciela tego produktu

W czym kryje się główne ryzyko tego daleko modyfikowanego pochodnego bankowego lub brokerskiego produktu?

W wykorzystaniu zagranicznej waluty i jej stóp procentowych oraz w długości trwania umowy. W przypadku miasta Saint Étienne chodzi o długość trwania kontraktu – tj. 30 (a nawet 35) lat.

Głównym pytaniem, jakie powinniśmy postawić, jest więc określenie, ile takich umów handlowych, na jak długi okres i na jakie sumy/kwoty zostało zawartych przez polskie podmioty. Im wcześniej to zostanie określone, tym lepiej dla polskiej gospodarki i jej mieszkańców. Dlaczego?

W jaki sposób zasygnalizowane ryzyka mogą się nagle przejawiać, w czym tkwi ich największa destrukcyjność odnosząca się nie tylko do nich samych, ale prowadząca również do zniszczenia stabilności finansowej kupców?

Jeśli tymi kupcami są liczne polskie miasta i liczne polskie państwowe przedsiębiorstwa, jaką totalną destrukcyjną siłę w sobie skrywają już nie tylko dla nich samych, ale dla całego systemu finansowego państwa?

Te zagrożenia mogą wystąpić w dwóch głównych formach i niestety, w jeszcze jednej – trzeciej, najbardziej destrukcyjnej formie, która jest wielokrotnie bardziej niebezpieczna w zestawieniu z pierwszymi dwoma, tj.:

- w zmianie stóp procentowych na niekorzyść kupującego,
- w zmianie kursu waluty, w stosunku do którego jest ustalony *cap* (waluta krajowa *versus* inna waluta zagraniczna lub tylko dwie zagraniczne waluty),
- w równoległości przebiegu obu ryzyk, kiedy pojawią się oba naraz na niekorzyść nowego właściciela (kupującego).

2.1.1. Ryzyko strat finansowych związanych z produktem ESP z tytułu zmiany stóp procentowych

Zmiana stóp procentowych na niekorzyść kupującego w stosunku do momentu ich ustalenia może na współczesnych finansowych, nacechowanych niezwykle zmiennością rynkach pojawić się praktycznie w każdej chwili. Jeśli po jednej stronie walutowej pary mamy japoński jen lub amerykański dolar, ich stopy procentowe mogą wzrosnąć skokowo o kilka procent (w skrajnym przypadku nawet o dziesiątki procent, jak to było na początku lat 80. XX wieku w USA, gdy FED pod kierownictwem Paula Volckera w ciągu kilku zaledwie miesięcy podniósł podstawową amerykańską stopę procentową aż do 20% i doprowadził w ten sposób do wyeliminowania całej czołowej amerykańskiej konkurencji – tj. japońskiej i niemieckiej (kraje te miały znacznie niższe stopy procentowe JPY i DEM) na prawie 5 lat z rynku obligacji.

Wyżej przytoczonego możliwego scenariusza i olbrzymich finansowych zagrożeń, które z niego wynikają, nie należy bagatelizować i traktować czysto hipotetycznie. Może stać się szybko zupełnie realnym, zwłaszcza wtedy, kiedy polska gospodarka pod wpływem drugiej fali kryzysu nagle by się spowolniła i do ponownego wzrostu byłoby niezbędne dalsze obniżanie aktualnej polskiej stopy procentowej.

Jeszcze większe i *de facto* niekontrolowane wspomniane ryzyka pojawiają się dla tych nabywców wyszczególnionych produktów, w których są naprzeciw siebie postawione dwie obce waluty (USD, AUD, HUF, JPY itd.).

Takich par walutowych, na których opiera się ten produkt, jest bardzo dużo. Szacuję, że jest ich co najmniej 100, a nawet 500 i więcej. I to tylko tych podstawowych, nie wspominam o kolejnych wyższych pochodnych i nawet ich multikombinacjach.

Jako przykład wystarczy wskazać spadek stóp procentowych AUD i odwrotnie – wzrost USD³. Także znaczny wzrost stóp procentowych EUR (ten skutecznie w bliskim czasie grozi) i spadek polskich i czeskich stóp procentowych, albo ich pozostawienie na poziomie obecnym. Wpływ na właścicieli takich odsetkowych pochodnych będzie natychmiastowy – w postaci wyraźnych strat finansowych.

Niestety, te straty nie będą jednorazowe, ale będą się regularnie (co kwartał, co pół roku lub raz na rok czy 5-10 lat) powtarzać dokładnie według warunków kontraktu w stosunku do dni spłaty poszczególnych rat. Jeśli kieru-

³ W tym momencie natychmiast pojawiłby się szybki wzrost kursu USD, tu chodzi o kolejne zagrożenie, o którym mowa w punkcie następnym.

nek działania nowych stóp procentowych będzie się zwiększał, w adekwatnym rozmiarze będą się zwiększać również finansowe straty ich właścicieli. Będą mieć obowiązek i konieczność pokrycia strat, dokładnie tak, jak to teraz muszą robić Grecy⁴.

2.1.2. Ryzyko strat finansowych z produktu ESP z tytułu zmiany kursów walut

Znacznie większe ryzyko finansowe i finansowe straty grożą właścicielom produktów typu ESP, gdzie raty odsetek nie są liczone tylko z wielkości odsetek w odpowiedniej walucie zagranicznej jednego lub dwóch poziomów (*cap* lub *floor*; ewentualnie oba naraz), ale co więcej, cała wielkość kapitału jest przeliczana z waluty narodowej na z góry określoną zagraniczną walutę.

Do totalnej katastrofy dochodzi u właścicieli takich i podobnych kredytowych i/lub odsetkowych produktów (przykład węgierskich, litewskich, rumuńskich właścicieli kredytów hipotecznych nie w krajowej, ale w zagranicznej walucie) wtedy, kiedy zaczną się zmieniać kurs waluty umowy w stosunku do waluty krajowej, co wiąże się z dewaluacją waluty narodowej i wzmocnieniem kursu waluty zagranicznej. Podobna katastrofa w tym czasie dotyczyć będzie właścicieli produktów ESP. O co chodzi?

Podajmy przykład wykorzystania waluty JPY, oprocentowanej już prawie przez 15 lat na poziomie 0%, dochodzi do tego marża bankowa 2%. Wynikowa stopa procentowa wynosi 2%. Na odwrót, w tym czasie stopy procentowe wahały się na poziomie około 6%, a po doliczeniu takiej samej odsetkowej marży banku, wynikowe odsetki w walucie krajowej osiągnęły poziom 8%. Klient wykorzystujący kredyt w JPY w ten sposób rocznie oszczędzał 6%. Ta konstrukcja jest absolutnie doskonała w dwóch sytuacjach, tj. wtedy:

- kiedy moment korzystania z kredytu występuje w okresie najslabszego kursu forinta w stosunku do JPY,
- kiedy oprocentowanie japońskich jenów zostanie na poziomie 0% w całym okresie 30 lat danego 30-letniego hipotecznego kredytu.

Jest oczywiste, że punkt 2 nie jest możliwy do spełnienia i Japonia będzie musiała za kilka lat albo nawet miesięcy zacząć zwiększać swoje stopy procentowe (ponieważ zabraknie jej pieniędzy – dług wewnętrzny już stanowi

⁴ Europejczycy w atrefie euro jeszcze nie wiedzą, ile takich lub podobnych finansowych niespodzianek ze skrzynki zwanej „grecką gospodarką“ wypadnie. Z wstępnych 30 mld. USD mamy dzisiaj (28.04) 1220 mld USD, a ja osobiście nie wierzę, że ta liczba się nie zmieni. Według mnie będzie wyższa, możliwe, że dużo wyższa.

210% w stosunku do PKB i jest tylko kwestią czasu, kiedy międzynarodowe rynki zaczną żądać wyższego oprocentowania japońskiego długu).

Korzystaniu z pożyczek denominowanych w JPY nie podołali również Węgrzy, Litwini, a także inne kraje południowej i wschodniej Europy – a korzystały z nich w absolutnie najmniej odpowiednim okresie. Co się im, w związku z tym czasowym niedopasowaniem, przydarzyło, jaka ogromna finansowa katastrofa ich dotknęła?

Pokażmy to na przykładzie kursu JPY w stosunku do węgierskiego forinta. Ten w całym okresie 2004-2008 wahał się w przedziale 1,5-1,8 HUF za 1 JPY, w okresie kryzysu węgierskiego forinta, tj. w 2009 roku ten kurs podskoczył do 2,5 HUF/JPY. Jakie realne zagrożenie w tym czasie pojawiło się dla tych dłużników i dlaczego węgierski system finansowy wpadł w głęboki kryzys (musiały mu pomagać i interweniować MFW i UE)?

W wyniku tego natychmiast wzrosły o prawie 80% raty niespłaconych kredytów dla ich dłużników. I tak dłużnicy węgierscy, litewscy i inni znaleźli się w tym samym położeniu co amerykańscy dłużnicy hipoteczni w 2005 roku, przy wzroście stopy procentowej do 5,25% z wyjściowego poziomu 1% (podstawowe fundusze FED, do tego doliczano marżę bankową 1,5-1,9% według zdolności kredytowej dłużnika).

Co się więc stało? Analogicznie i im – podobnie jak w grudniu 2005 roku amerykańskim dłużnikom – nagle w ciągu jednego dnia wzrosła rata hipoteczna o prawie 80%. A jeśli ta stanowiła 40 i więcej procent dochodów rodziny, w tym momencie nie zostało prawie nic na spłatę hipoteki. W ten sposób natychmiast zagrożone zostały wszystkie banki, które im pożyczały pieniądze na hipotekę (co więcej, szybko spadły ceny na rynku nieruchomości i to dalej pogłębiało kryzysową sytuację banku, ale to już jest inna kwestia, niezwiązana z tematyką tego artykułu). Jeśli do tego dołączyło szybko rosnące bezrobocie, zaniosło się na kryzys niebywałych rozmiarów. W ten sposób także Węgrzy z tego kryzysu (analogiczna sytuacja Grecji, Litwy) szybko nie wyjdą.

Po prostu dla ogromnej liczby hipotecznych dłużników – dlatego, że ci dali się złapać na pozornie niższe stopy oprocentowania waluty zagranicznej w porównaniu z walutą krajową – brak płatności w jednej chwili doprowadził do załamania finansów publicznych.

Wynikiem powyższych rozpoznań jest stwierdzenie, że jeśli oszczędności z niższych odsetek w walucie zagranicznej są niższe w porównaniu z dewaluacją waluty krajowej, odbiorca zagranicznego kredytu w całkowi-

tym rachunku ponieść stratę⁵. Jeśli dewaluacja waluty krajowej jest znacząca, a nawet ogromna, ponieść olbrzymie straty w całym okresie, aż do dnia ostatniej raty – w przypadku 30-letnich pożyczek całe 30 lat. Dlatego ryzyko walutowe takiej sytuacji jest ogromnym finansowym zagrożeniem.

Na podobne ryzyko – wyraźnej zmiany kursu waluty zagranicznej w stosunku do waluty krajowej lub drugiej waluty z walutowej pary kontraktu ESP – oraz ogromne i długotrwałe straty z niego wypływające narażony jest także właściciel modyfikowanego instrumentu pochodnego *Euribor Stability Performer*.

To zagrożenie i jego skala są tym większe, im dłuższy jest okres trwania kontraktu i im większa jest suma/kwota, na jaką był zawarty. Niestety, mogą się one dalej zwiększać poprzez ich sumowanie, jeśli oba wspomniane zagrożenia pojawią się w tym samym czasie.

2.1.3. Współwystępowanie zagrożeń i strat finansowych właściciela kontraktu ESP i podobnych produktów

Jednoczesne występowanie i tym samym jeszcze większe finansowe problemy u dłużników i w całym systemie finansowym z dużą liczbą albo bardzo dużą liczbą takich dłużników w danym kraju pojawia się wtedy, kiedy dwa pierwsze zagrożenia występują wspólnie obok siebie.

Czy może do tego realnie dojść? Oczywiście, że tak. I nie tylko teoretycznie, ale i praktycznie do takiego rozwoju sytuacji w realnym świecie dochodzi.

W takiej sytuacji powstałe straty się sumują. Są często tak ogromne, że oznaczają totalny krach danego podmiotu, a jeśli wspomnianych przedsiębiorstw i podmiotów sektora publicznego jest dużo, a kontrakty są przez nie zawarte na duże sumy – do podobnego kryzysu, a nawet zapaści, dochodzi w systemie finansowym danego kraju.

Dlatego należy bardzo szybko taką sytuację wychwycić/zdiagnozować, ocenić aktualny stan gospodarki w Polsce i na podstawie uzyskanych wyników natychmiast podjąć maksymalnie skuteczne i niezbędne środki prowadzące do

⁵ Oczywiście tylko w sytuacji, kiedy nie potrafi prawidłowo określić/dopasować momentu korzystania z kredytu. Gdyby go dłużnicy dopasowali do kursu 2,5 HUF/JPY i wzięli go na 2 lata, zarobili by solidnie. Po otrzymaniu pomocy z MFW kurs HUF wrócił do poprzedniego poziomu i dzisiaj jest prawie o 20% mocniejszy. Tak więc ci (a było ich wyjątkowo mało), którzy pobierali ich kredyty w tym czasie, spłacają obecnie o ponad 20% mniej w porównaniu z wysokością rat, gdyby ten sam kredyt pobierali w węgierskiej walucie. Ponadto mają ten kredyt o prawie 5% tańszy w porównaniu z podobnym kredytem pobieranym w HUF. Jest to problematyka efektywnego kierowania ryzykiem kursowym.

osłabienia i do całkowitej eliminacji tych zagrożeń finansowych i strat z nich wynikających.

3. Wnioski dla Polski i polskiego Ministerstwa Finansów

Do podstawowych wniosków i zaleceń, w kontekście podjętych rozważań, należą:

1. Natychmiastowe przeprowadzenie identyfikacji (*stress test*):

- a) podmiotów komunalnych – miast, gmin, województw – dotyczącej stanu rozwoju/zaawansowania tych produktów w polskim systemie finansowym,
- b) państwowych przedsiębiorstw (zwłaszcza z dużym majątkiem i osiągniętych dużych zyskach),
- c) prywatnych przedsiębiorstw (jeśli to możliwe nawet na zasadzie dobrowoli).

W związku z tym *de facto* natychmiast konieczne jest:

- a) zidentyfikowanie, określenie tego, kto spośród tych podmiotów zakupił omawiane produkty,
- b) oszacowanie wszystkich finansowych niebezpieczeństw z nich płynących, tj.:
 - określenie liczby umów,
 - określenie rodzajów zawartych umów,
 - określenie, na jak długi okres były zawarte,
 - określenie, na jakie sumy były przez poszczególne podmioty zawarte umowy.
2. Na podstawie wyników powyższych rozpoznań należy dokonać natychmiastowej oceny finansowego ryzyka, które grozi podmiotom i systemowi finansowemu w Polsce.
3. Jeśli jest to możliwe (zawsze wszystko da się zrobić, wystarczy tylko umieć i chcieć), wszystkie takie umowy powinny być jeszcze teraz w swoim zarodku zamknięte, nawet za cenę straty do około 10% kwoty umowy.
4. Zakazanie ustawą wszystkim wyszczególnionym podmiotom, zwłaszcza państwowym, zawierania tego rodzaju umów (albo przynajmniej ich ograniczenie).

Jeśli to podejście nie zostanie zastosowane, a umowy były zawarte przez polskie podmioty w dużym albo bardzo dużym wymiarze, polskiej gospodarce i całemu finansowemu systemowi grozi całkiem niepotrzebna destrukcja dorobku z ostatnich 10 lat sukcesu.

Literatura

Král M.: *Bankovníctví a jeho produkty*. GEORG, Žilina 2009.

www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=a30KHZKX1WJo&pos=15

INTEREST RATE STRUCTURED DERIVATIVES ON OPTION “CAP-FLOOR” AND THEIR THREATS TO POLISH INVESTORS

Summary

This paper presents the nature, functioning and threats connected with one of the interest rate synthetic derivatives based on the interest rate option “cap-collar-floor”. One of the popular modifications of this instrument has been carefully analysed – these are derivatives on interest rates for two different currencies, instead of the domestic currency of the investors. Investors (mainly municipal institutions, domestic companies and individuals) buying this type of products are not often aware of the potential threats and huge financial losses connected with them.

NOWE UWARUNKOWANIA ROZWOJU RYNKU OBLIGACJI KOMUNALNYCH W POLSCE

Wprowadzenie

Gospodarczo-finansowe realia kryzysu finansowego zmusiły jednostki samorządu terytorialnego do szukania nowych długoterminowych, zwrotnych źródeł finansowania, głównie z powodu spadku dochodów przy rosnących potrzebach w zakresie finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Dodatkowo, problemy z uzyskaniem określonego poziomu środków własnych ograniczają możliwości absorpcji środków z funduszy UE i długoterminowe, stabilne źródła finansowania zewnętrznego są coraz częściej formalnie udziałem własnym JST w przedsięwzięciach dofinansowanych ze środków UE¹. W sytuacji, kiedy banki wykazują daleko idącą ostrożność w zakresie udzielania jednostkom samorządu terytorialnego długoterminowych kredytów na cele inwestycyjne, rośnie rola obligacji komunalnych, zważywszy na potencjalne możliwości rynku obligacji komunalnych. Według stanu na dzień 31 grudnia 2009 roku, 415 jednostek samorządu terytorialnego wyemitowało obligacje na łączną kwotę 6906,08 mln PLN, co oznacza, że w ujęciu wartościowym rynek obligacji komunalnych jest najmniejszym segmentem rynku obligacji poza-skarbowych (14,99%) w Polsce².

Szansą na przełamanie barier, które dotychczas ograniczały pełny rozwój rynku dłużnych instrumentów, jest nowo uruchomiony (IV kwartał 2009 roku) przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie rynek obligacji GPW Catalyst.

Celem artykułu jest zaprezentowanie dotychczasowych ograniczeń rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce oraz nowych uwarunkowań,

¹ Por. Z.R. Wierzbicki: *Obligacje komunalne – nowe impulsy i szanse rozwoju*. „Europejski Doradca Samorządowy” 2009, nr 3, s. 52.

² Źródło danych: *Podsumowanie IV kwartału 2009 i roku 2009 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*. Rating&Rynek, <http://www.fitchpolska.com.pl> (30 marca 2010 r.), s. 2.

otwierających ten rynek dla innych niż banki inwestorów – instytucjonalnych i indywidualnych.

1. Ograniczenia rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce

Do września 2009 roku rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce uwarunkowany był przez występujące na nim ograniczenia, do których zalicza się przede wszystkim brak rynku wtórnego i związany z tym brak dostępu do informacji i jednolitych procedur tego rynku. Ograniczenia owe wynikały głównie z faktu, iż dominującą rolę w przygotowaniu emisji komunalnych papierów dłużnych odgrywały banki, a nie jednostki samorządu terytorialnego i inni niż bankowi, potencjalni inwestorzy.

Banki będące organizatorami emisji traktowały organizację emisji obligacji czy ich gwarantowanie jako alternatywę dla udzielenia samorządom kredytu inwestycyjnego. Niepubliczny charakter emisji z gwarancją organizatora sprzyjał przekształcaniu zobowiązań w parakredyty. Praktycznie nie istniał rynek wtórny tych instrumentów finansowych. Wszystkie emisje posiadały bankowe gwarancje objęcia, a przez wprowadzenie gwarantowanych papierów do swych portfeli lokacyjnych banki były podstawowymi nabywcami obligacji komunalnych. Według danych Fitch Polska SA³, w lutym 2009 roku banki posiadały 86,16% wszystkich obligacji komunalnych. Pozostali inwestorzy posiadali odpowiednio: inwestorzy zagraniczni – 11,43%, fundusze inwestycyjne – 1,24%, firmy ubezpieczeniowe – 0,89% oraz inne jednostki – 0,18% obligacji. Banki organizujące emisję zajmowały się też obrotem wtórnym, co powodowało, że nie było bieżącej wyceny tych walorów. Oferowały takie warunki przeprowadzenia emisji, aby koszt obligacji był porównywalny lub nieco niższy niż oprocentowanie udzielonego na taki sam okres kredytu inwestycyjnego. Do 2007 roku regułą na polskim rynku obligacji komunalnych było oprocentowanie oparte na rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych. Natomiast w ostatnich latach obserwowano odchodzenie w konstrukcji cen obligacji komunalnych od rozwiązania opartego na bonach skarbowych na rzecz stosowania rozwiązania dogodnego dla banków, opartego na stawce WIBOR 1R, WIBOR 6M lub WIBOR 3M. Decyzja o uzależnieniu kuponu odsetkowego od stawki WIBOR podyktowana była dokładniejszą i łatwiejszą

³ Podsumowanie I kwartału 2009 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Rating&Rynek, <http://www.fitchpolska.com.pl> (6 marca 2010 r.), s. 5.

wyceną papierów wartościowych w celu zwiększenia ich potencjalnej płynności w nielicznych transakcjach związanych z obrotem obligacji na rynku wtórnym. Dodatkowo podkreślało to ścisłą zależność cen tych instrumentów od rynku pieniądza międzybankowego.

Kolejny aspekt tego rynku to brak ogólnodostępnych informacji o tym, które samorządy są emitentami obligacji. W organizacji emisji dominowało podejście klasycznej bankowości kredytowej, a standardy zmierzały do uproszczenia procedur, co spowodowało, że zostały nakierowane na zaspokojenie potrzeb banków, a nie inwestorów niebankowych. Banki obsługujące emisję nie były zainteresowane publikowaniem informacji, gdyż to one były w posiadaniu większości wyemitowanych obligacji komunalnych. Brak obiegu bieżącej informacji uniemożliwiał weryfikację atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych emisji obligacji komunalnych przez rynek – nie pozwalał inwestorom weryfikować podjętych decyzji, jak również pozbawiał jednostki samorządu terytorialnego źródła informacji o postrzeganiu ich działań przez inwestorów. Brak możliwości bieżącej weryfikacji atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych emisji obligacji komunalnych powoduje, że środki nie zawsze trafiają do jednostek samorządowych o najwyższej ocenianej efektywności gospodarowania. Niepubliczny charakter emisji wykluczył z kręgu potencjalnych inwestorów nabywców indywidualnych, posiadających rachunki inwestycyjne w domach maklerskich.

Brak rynku wtórnego i związane z tym uwarunkowania to nie jedyne ograniczenia rozwoju rynku obligacji komunalnych, ograniczenia pochodzą też ze środowisk samorządowych. Wciąż znaczna część środowisk samorządowych z nieufnością podchodzi do innych niż kredyty bankowe, zwrotnych źródeł finansowania. Wśród przyczyn takiego podejścia można wskazać między innymi na:

- problemy z zagospodarowaniem dużych, jednorazowo pozyskanych środków oraz zgromadzeniem odpowiednio dużej ilości środków na dzień wykupu obligacji,
- złożoność procedury emisji obligacji komunalnych, która jest znacznie bardziej skomplikowana niż zaciągnięcie kredytu bankowego i często wiąże się z potrzebą zatrudnienia dodatkowych specjalistów lub korzystania z firm świadczących usługi doradztwa finansowego i prawnego,
- wymóg formalny posiadania przez jednostkę samorządu terytorialnego, funkcjonującą na rynku regulowanym, potwierdzenia wiarygodności samorządu wśród inwestorów. Najczęściej chodzi o rating, wykonany przez niezależne i wyspecjalizowane agencje ratingowe, z którym wiąże się z jednej strony znaczne wydatki, a z drugiej często obawa, że zostaną ujawnione różne

niedociągnięcia (np. złe zarządzanie, złe wyniki, niedotrzymanie wskaźników zawartych w ustawie o finansach publicznych itd.), co na pewno nie przyciągnie, a wręcz odsunie potencjalnych inwestorów.

Tego typu doświadczenia spowodowały pojawienie się niesłusznej opinii o obligacjach komunalnych jako o mało elastycznym instrumencie finansowym, dostępnym wyłącznie dla dużych miast.

2. Catalyst – nowy rynek obrotu obligacjami komunalnymi

Od 30 września 2009 roku jednostki samorządu terytorialnego emitujące obligacje komunalne mogą korzystać z usług platformy obrotu obligacjami GPW Catalyst. Rynek Catalyst obejmuje⁴:

- rynek regulowany prowadzony przez GPW (detaliczny),
- rynek regulowany prowadzony przez BondSpot (hurtowy),
- alternatywny system obrotu prowadzony przez GPW (detaliczny),
- alternatywny system obrotu prowadzony przez BondSpot (hurtowy).

Ogólne zasady funkcjonowania rynku, warunki i procedury dotyczące autoryzacji dłużnych papierów wartościowych, obowiązki informacyjne emitentów, zasady kierowania obligacji do obrotu we wszystkich segmentach rynku Catalyst zawiera Regulamin Catalyst⁵. Dodatkowo poszczególnym segmentom rynku dedykowane są osobne dokumenty⁶:

- Regulamin Giełdy – w zakresie funkcjonowania regulowanego rynku instrumentów dłużnych organizowanego przez GPW SA w ramach Catalyst,
- Regulamin Pozagiełdowego Obrotu Regulowanego – w zakresie obrotu regulowanego pozagiełdowego organizowanego przez BondSpot SA w ramach Catalyst,
- Regulamin ASO prowadzonego przez GPW SA w ramach Catalyst,
- Regulamin ASO prowadzonego przez BondSpot SA w ramach Catalyst.

⁴ *Przewodnik dla inwestorów*. Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2009, s. 6.

⁵ *Regulamin Catalyst*, Uchwała Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 3 września 2009 r.

⁶ *Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu*. Uchwała nr 147/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 1 marca 2007 r., z późn. zm. (tj. według stanu prawnego na dzień 6 października 2009 r.). *Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu prowadzonego przez BondSpot SA*. Uchwała nr 103/09 Zarządu BondSpot SA z dnia 4 listopada 2009 r.; *Regulamin Giełdy*. Uchwała nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. (tj. według stanu prawnego na dzień 24 października 2009 r.); *Regulamin Pozagiełdowego Obrotu Regulowanego*. Uchwała nr 1/O/06 Rady Nadzorczej BondSpot SA z dnia 3 stycznia 2006 r., z późn. zm. (tj. według stanu prawnego na dzień 2 listopada 2009 r.).

Podstawowym założeniem rynku Catalyst było wprowadzenie takich rozwiązań, które umożliwią przełamanie barier wcześniej ograniczających rozwój rynku obligacji komunalnych. A zatem:

- na rynku Catalyst ma się koncentrować rozproszony do tej pory rynek papierów dłużnych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego,
- rynek został dostosowany do emisji różnej wielkości i do potrzeb różnych inwestorów: hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych,
- rynek Catalyst uprościł procedury – jest możliwość prostej autoryzacji obligacji, bez sporządzania rozbudowanego dokumentu emisyjnego, aż po notowania w alternatywnym systemie obrotu. Nowością na polskim rynku giełdowym jest kategoria obligacji mających autoryzację rynku Catalyst, lecz niewprowadzonych do obrotu. Uzyskanie autoryzacji rynku Catalyst to sygnał dla inwestorów i kontrahentów jednostki samorządu terytorialnego, że emitent jest podmiotem transparentnym i odpowiedzialnym wobec otoczenia rynkowego i biznesowego, czego wyrazem jest przestrzeganie takich samych obowiązków informacyjnych, jak dla emitentów instrumentów wprowadzonych do obrotu,
- rozwój rynku wtórnego zapewni płynność obligacji, gwarantując tym samym długookresowość finansowania inwestycji samorządowych,
- wszystkie instrumenty notowane w ramach Catalyst muszą uzyskać autoryzację emisji, która jest warunkiem wprowadzenia instrumentów do obrotu i związana jest z przyjęciem przez emitenta określonych w regulaminie obowiązków informacyjnych oraz z zarejestrowaniem w systemie informacyjnym Catalyst. Obligacje wprowadzane do obrotu muszą być zdematerializowane i zarejestrowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych SA,
- upublicznienie emisji i równy dostęp inwestorów do informacji stwarza sprzyjające warunki do powiązania wiarygodności emitenta ze specyfiką, ryzykiem i wyceną konkretnych emisji.

3. Nowe standardy informacyjne rynku obligacji komunalnych

Z uwagi na specyfikę emitenta obligacje komunalne są postrzegane wśród inwestorów jako bezpieczne papiery wartościowe, ale nie jest tak, że są inwestycjami bez ryzyka, gdyż jednostka samorządu terytorialnego jako emitent⁷:

⁷ M. Jastrzębska: *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2009, s. 57.

- pomimo że nie może zbankrutować (zgodnie z regulacjami prawnymi nie może być postawiona w stan upadłości), może być niewypłacalna, a więc mogą pojawić się trudności z wyegzekwowaniem należności przez obligatariuszy,
- ma znaczący majątek trwały, co daje możliwość ustanowienia zabezpieczenia, ale w praktyce występuje niska płynność tego majątku,
- ma zagwarantowaną prawnie niezależność ekonomiczną, wynikającą ze zróżnicowanych źródeł dochodu, ale w dużym stopniu jest też uzależniona od decyzji centralnych o wielości przyznaných środków,
- ma ograniczoną możliwość sterowania wydatkami, co wynika ze złożoności funkcji pełnionych jako podmiot publicznoprawny i podmiot gospodarczy (w przypadku gmin, w ograniczonym prawnie zakresie prowadzi działalność gospodarczą),
- prowadzi jawną gospodarkę finansową, co zapewnia z jednej strony przejrzystość mechanizmów decyzyjnych i kontrolnych, a z drugiej jej biurokratyczny charakter.

Tak więc otwarcie rynku dla szerokiego grona inwestorów wiązało się z koniecznością zapewnienia dostępu do informacji o specyfice danego emitenta, oddającej obraz potencjału gospodarczego danej jednostki samorządu terytorialnego oraz jej silne i słabe strony wraz z czynnikami ryzyka w celu umożliwienia indywidualnej oceny sytuacji gospodarczej, majątkowej i finansowej emitenta w powiązaniu ze specyfiką i ryzykiem danej emisji. Rodzaj i zakres informacji dostępnych na rynku Catalyst przedstawia tabela 1.

Tabela 1

Zestawienie podstawowych informacji udostępnionych na rynku Catalyst

Rodzaj danych	Zakres informacji
OPIS EMITENTA (jednostki samorządu terytorialnego)	
Dane ogólne	rodzaj jst, położenie, obszar, podstawowe dane demograficzne
Potencjał i aktywność gospodarcza	liczba mieszkańców danej jst zawodowo czynnych, bezrobotnych, istotne zakłady/pracodawcy na terenie jednostki z określeniem liczby zatrudnionych tam osób, plan rozwoju, krótka charakterystyka prowadzonej działalności, charakterystyka polityki inwestycji gospodarczych
Podstawowe dane finansowe	wysokość dochodów, wydatków z uwzględnieniem wydatków bieżących i inwestycyjnych i zadłużenia za ostatni rok budżetowy wraz z informacją o stopniu realizacji dochodów/wydatków
Zaciągnięte zobowiązania	zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji, zaciągniętych kredytów i pożyczek, udzielonych poręczeń lub gwarancji, ze wskazaniem ustanowionych zabezpieczeń z tytułu tych zobowiązań

cd. tabeli 1

OPIS EMISJI	
Cel i wielkości emisji	wartość nominalna i cena emisyjna lub sposób jej ustalenia, informacje o efektach przedsięwzięcia, które ma być sfinansowane
Podstawowe warunki emisji	informacje o warunkach wykupu, wypłaty oprocentowania, dodatkowe prawa z tytułu posiadania papierów dłużnych
Zabezpieczenie	wysokość i forma zabezpieczenia, podmiot udzielający zabezpieczenia, wartości zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu papierów dłużnych
Rating	opis dotychczasowej oceny ratingowej emitenta lub emitowanych przez niego papierów wartościowych
OPIS CZYNNIKÓW RYZYKA	
Ryzyko związane z papierami wartościowymi	ryzyko płynności, ryzyko wykluczenia z obrotu, ryzyko związane ze zmianą stawki bazowej oprocentowania
Ryzyko związane z funkcjonowaniem jst	ryzyko zwiększenia zadań jednostki samorządu terytorialnego bez zapewnienia dodatkowych dochodów, ryzyko spadku dochodów z tytułu udziału w podatku PIT i CIT, ryzyko objęcia sektora finansów publicznych procedurami ostrożnościowymi i sanacyjnymi oraz ryzyko niestabilności gospodarki
Ryzyko związane ze specyfiką konkretnej jst	mogą dotyczyć na przykład znacznego uzależnienia od jednego źródła dochodu (podatek od nieruchomości od jednej dużej firmy), zmian demograficznych (spadek liczby mieszkańców) lub sytuacji gospodarczej (wysokie bezrobocie).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Regulaminu rynku Catalyst oraz S. Huczek: *Obligacje komunalne na rynku Catalyst*. Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2009, s. 21-25.

Podsumowanie

Nowy rynek obligacji GPW Catalyst umożliwia przełamanie tych barier, które do tej pory ograniczały rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce. Catalyst stworzył przede wszystkim sprzyjające warunki do rozwoju rynku wtórnego i płynności obligacji komunalnych, umożliwiając tym samym jednostkom samorządu terytorialnego szerszy dostęp do długoterminowych, zwrotnych źródeł finansowania. Dodatkowo przejrzystość procedur i równy dostęp potencjalnych inwestorów do informacji stwarzają sprzyjające warunki do powiązania wiarygodności emitenta ze specyfiką, ryzykiem i wyceną rynkową konkretnych emisji.

Literatura

- Huczek S.: *Obligacje komunalne na rynku Catalyst*. Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2009.
- Jastrzębska M.: *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2009.
- Podsumowanie I kwartału 2009 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*. Rating&Rynek, www.fitchpolska.com.pl (6 marca 2010 r.).
- Podsumowanie IV kwartału 2009 i roku 2009 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*. Rating&Rynek, www.fitchpolska.com.pl (30 marca 2010 r.).
- Przewodnik dla inwestorów*. Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2009.
- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu*. Uchwała nr 147/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 1 marca 2007 r., z późn. zm. (tj. według stanu prawnego na dzień 6 października 2009 r.).
- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu prowadzonego przez BondSpot SA*. Uchwała nr 103/09 Zarządu BondSpot SA z dnia 4 listopada 2009 r.
- Regulamin Catalyst*. Uchwała Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 3 września 2009 r.
- Regulamin Giełdy*. Uchwała nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. (tj. według stanu prawnego na dzień 24 października 2009 r.).
- Regulamin Pozagiełdowego Obrotu Regulowanego*. Uchwała nr 1/O/06 Rady Nadzorczej BondSpot SA z dnia 3 stycznia 2006 r., z późn. zm. (tj. według stanu prawnego na dzień 2 listopada 2009 r.).
- Wierzbicki Z.R.: *Obligacje komunalne – nowe impulsy i szanse rozwoju*. „Europejski Doradca Samorządowy” 2009, nr 3.

NEW DETERMINANTS OF THE DEVELOPMENT OF THE MUNICIPAL BOND MARKET IN POLAND

Summary

One of the consequences of the financial crisis has been an increased prudence of banks with respect to the long-term investment loans granted to self-government entities, thus increasing the significance of the municipal bonds. An opportunity to avoid the barriers that were used to restrain the free development of a market for debt instruments has been offered by the newly launched platform for bond trading, called GPW Catalyst.

The paper presents new determinants of this market development providing non-bank investors with an access to the municipal bonds. Transparency and equal access of investors to information create a favourable environment for linking issuer's credibility to the peculiarity, risk and pricing of the particular issues. On the other hand, properly performed information duties allow the self-government entities to build their reliability as debtors in a financial market.

REFINANSOWANIE RYNKU KREDYTÓW HIPOTECZNYCH EMISJĄ MBS-ów

Wprowadzenie

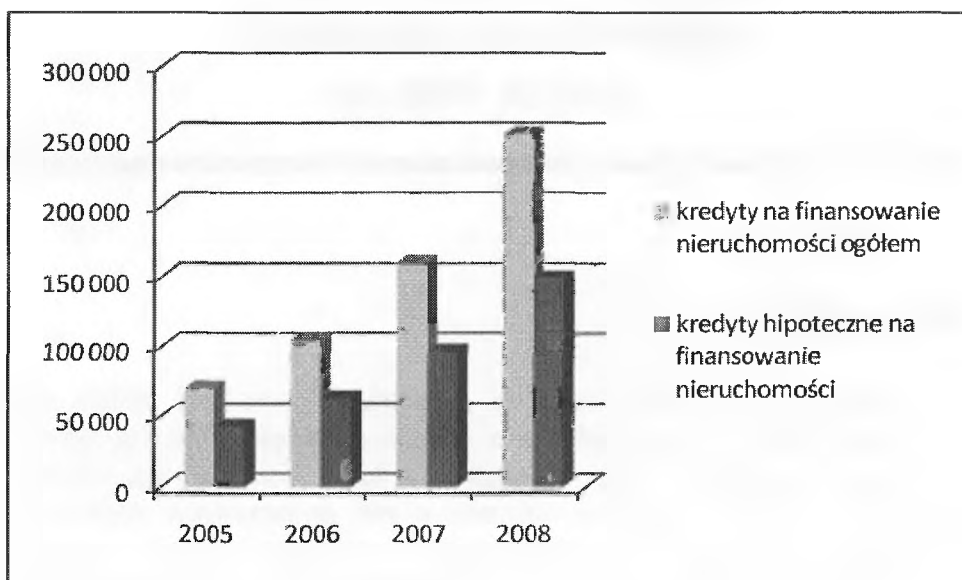
Rynek nieruchomości odgrywa w polskiej gospodarce ważną rolę. W ostatnich latach obserwujemy coraz większe zainteresowanie tym rynkiem ze strony inwestorów. Podlega on ciągłej ewolucji. Transformacja, która ma miejsce na nim, jest wynikiem dostosowywania się warunków polskich do wymogów obowiązujących w innych krajach, szczególnie wysoko rozwiniętych. Dla banków nieruchomości stanowią bardzo dobre zabezpieczenie spłat udzielanych kredytów. Niniejsze opracowanie ma na celu analizę źródeł pozyskiwania przez banki środków na refinansowanie kredytów hipotecznych, ze szczególnym uwzględnieniem MBS-ów.

1. Polski rynek kredytów zabezpieczonych hipotecznie

Kredyt hipoteczny jest specyficznym instrumentem bankowym. Jako podstawowe zabezpieczenie tego kredytu wymagana jest hipoteka¹. Banki mogą żądać od kredytobiorcy również dodatkowych zabezpieczeń. Najczęściej możemy się spotkać z kredytami hipotecznymi udzielanymi na budowę lub zakup nieruchomości (kredyty hipoteczne stanowią ok. 60% kredytów na finansowanie nieruchomości – patrz rysunek 1). Jednak nie oznacza to, że tylko na takie cele mogą one być przyznane. Banki udzielają kredytu hipotecznego również na remont lub modernizację mieszkania bądź domu, zakup działki budowlanej, ponowne wykorzystanie środków finansowych wcześniej prze-

¹ Szerzej S. Rudnicki: *Hipoteka jako zabezpieczenie wierzytelności*. LexisNexis, Warszawa 2008.

znaczonych na budowę i zakup domu lub mieszkania w celu realizacji planów inwestycyjnych (refinansowanie), spłatę innego, mniej korzystnego kredytu hipotecznego itp.

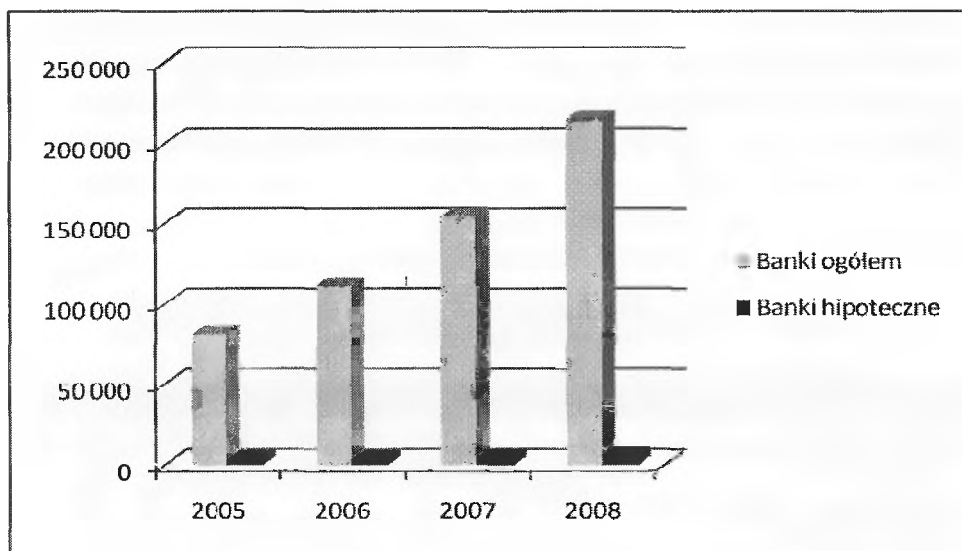


Rys. 1. Kredyty na finansowanie nieruchomości w latach 2005-2008 (w mld zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Kredyty hipoteczne zaliczane są do najbezpieczniejszych i najbardziej dochodowych produktów bankowych. Oferowane są zarówno przez specjalistyczne banki hipoteczne², jak i banki uniwersalne (rysunek 2). Różnica dotyczy sposobów pozyskiwania środków na finansowanie akcji kredytowej. Banki uniwersalne pozyskują środki finansowe przede wszystkim z krótko- i średnio-terminowych depozytów, co w dłuższej perspektywie jest dość ryzykowne. Mówimy tutaj o niedopasowaniu terminów depozytów i kredytów. Banki hipoteczne natomiast do pozyskiwania środków finansowych wykorzystują listy zastawne, a także depozyty i obligacje hipoteczne.

² Początek działalności banków hipotecznych w Polsce został zorganizowany przez Ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych z 29 sierpnia 1997 r.



Rys. 2. Rynek kredytów hipotecznych dla sektora niefinansowego w latach 2005-2008 (w mld zł)

Źródło: Ibid.

Wysokie ceny zakupu nieruchomości, jak również znaczące koszty inwestycji budowlanej wywołują potrzebę pozyskiwania wsparcia finansowego. Najczęściej wsparcie takie dostarczane jest w formie kredytu hipotecznego. Popyt na tę formę finansowania umożliwia rozwój rynku kredytów zabezpieczonych hipoteką. Na wielkość tego rynku ma wpływ dochód społeczeństwa i stabilność zatrudnienia, a także poziom realnych stóp procentowych.

W polskim systemie bankowym finansowanie kredytów długoterminowych (w tym kredytów hipotecznych) odbywa się głównie za pomocą środków średnio- i krótkoterminowych. Może to doprowadzić do poważnych problemów w sytuacji, gdy nastąpi szybki rozwój rynku kredytów zabezpieczonych hipoteką. Dlatego banki już teraz powinny szukać finansowania długoterminowego. Niestety, istnieje nadal dużo przeszkód, które utrudniają bankom wykorzystanie instrumentów długoterminowych dostępnych na rynku.

Przykładem barier prawnych występujących w naszym kraju jest zastrzeżenie prawa emisji listów zastawnych³ tylko do kompetencji banków

³ List zastawny jest długoterminowym papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, do którego emisji uprawnione są tylko banki hipoteczne na podstawie ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych. W swojej konstrukcji przypomina obligację, gdyż podobnie jak obligacja gwarantuje posiadaczowi wykup papieru wartościowego oraz wypłatę odsetek w terminach i sposobie określonym w warunkach emisji. A. Janiak, J. Mojak: *Banki hipoteczne i listy zastawne w świetle prawa polskiego*. Wyższa Szkoła Zarządzania i Administracji w Zamościu, Zamość 2004, s. 77.

hipotecznych⁴, co w konsekwencji ogranicza możliwości pozyskania finansowania długoterminowego bankom uniwersalnym. Ograniczenie to przekłada się na wartość środków pozyskanych w drodze emisji listów zastawnych (tabela 1). Obecnie wartość polskiego rynku hipotecznych listów zastawnych wynosi ok. 2338 mln zł⁵.

Tabela 1

Wielkość poszczególnych segmentów polskiego rynku kapitałowego
w latach 2002-2008 (w mld zł)

Instrumenty rynku kapitałowego	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Instrumenty dłużne	175,2	203,9	248,7	302,9	345,4	389,3	400,5
Obligacje rynkowe SP	153,9	184,5	226,6	278,4	317	350,9	360,8
Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	4,5	5,3	7,3	8,9	9,8	15,8	16
Obligacje komunalne	2,2	2,7	3	3,3	3,8	4,1	4,5
Długoterminowe bankowe papiery dłużne*	1,4	2,8	3	2,7	5,3	8,3	8,5
Listy zastawne	0,2	0,8	1	1,8	1,7	2,4	2,9
Obligacje NBP	13	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Instrumenty udziałowe – akcje	110,6	167,7	291,7	424,9	635,9	1080,3	465,1

*Dane obejmują wyemitowane przez banki działające w Polsce obligacje i bankowe papiery wartościowe nominowane w złotych i w walutach obcych, obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz obligacje instytucji kredytowych z Unii Europejskiej kierowane na rynek krajowy.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

2. Emisje MBS-ów

MBS-y (*Mortgage Backed Securities*) są to papiery wartościowe emitowane w procesach sekurytyzacji⁶, których zabezpieczenie stanowią kredyty hipoteczne w odpowiednio dobranych pakietach. Pierwsze tego typu papiery wartościowe pojawiły się w Stanach Zjednoczonych⁷. W Polsce sekurytyzacja

⁴ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Dz.U. 1997, nr 140, poz. 940 z późn. zm.

⁵ *Materiały z posiedzenia Komitetu ds. pulowania wierzytelności hipotecznych*. Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2009, s. 6.

⁶ Sekurytyzacja to rodzaj finansowania polegający na wyodrębnieniu z bilansu pakietu aktywów finansowych i przeniesieniu ich do spółki celowej, która następnie emituje papiery wartościowe zabezpieczone tymi aktywami.

⁷ S. Gudkova: *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002, s. 56.

wierzytelności bankowych⁸ została uregulowana w prawie dopiero w 2004 roku (w ustawie Prawo bankowe⁹ i ustawie o funduszach inwestycyjnych¹⁰).

Jednym z elementów transakcji sekurytyzacyjnych, który przekonuje potencjalnych inwestorów do zaangażowania się w tego typu transakcję, jest rozwiązanie dotyczące kwestii podatkowej. Banki mogą bowiem zaliczyć do kosztów uzyskania przychodów straty poniesione na zbyciu wierzytelności na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego, do wysokości rezerwy na pokrycie zbywanych wierzytelności zaliczonej do kosztów uzyskania przychodów.

Podstawowa klasyfikacja MBS-ów związana jest z rodzajem nieruchomości, która obciążana jest hipoteką. Wyróżniamy dwa rodzaje MBS-ów¹¹:

- CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*), czyli papiery wartościowe oparte na kredytach zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach komercyjnych (np. nieruchomości biurowe),
- RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*), czyli papiery wartościowe oparte na kredytach zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach mieszkaniowych.

W Europie Zachodniej, gdzie kredyty hipoteczne stanowią około 40-50% PKB, emisje MBS-ów (rysunek 3) odgrywają dużą rolę w finansowaniu tych kredytów. W Polsce wartość kredytów hipotecznych stanowi zaledwie ok. 16% PKB¹² (w 2005 roku było to 5% PKB), a banki nie są zainteresowane pozyskiwaniem finansowania w drodze emisji MBS-ów. Wielu ekonomistów wskazuje, że związane jest to z nadpłynnością sektora bankowego. Jednocześnie widzą szansę rozwoju tej formy finansowania w najbliższych kilku latach¹³.

Wykorzystanie sekurytyzacji do pozyskania finansowania długoterminowego mogłoby się przyczynić do zwiększenia płynności w sektorze bankowym. Ponadto odpowiednio przeprowadzone transakcje dają możliwość obniżenia kosztów finansowania, co może przyczynić się do obniżenia oprocentowania kredytów hipotecznych. Dla banków istotną korzyścią wynikającą z transakcji sekurytyzacyjnych jest poprawa wyników bilansowych i współczynnika wypłacalności.

⁸ Patrz: *Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym. Wyniki ankiety badawczej*. Komisja Nadzoru Bankowego, Warszawa 2007.

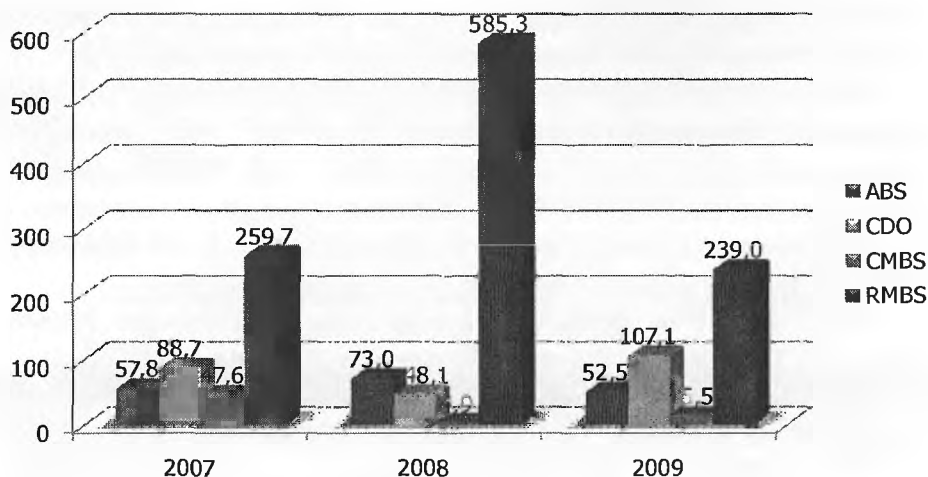
⁹ Ustawa z dnia 1 kwietnia 2004 r. o zmianie ustawy Prawo bankowe oraz o zmianie innych ustaw. Dz.U. z 2004, nr 91, poz. 870.

¹⁰ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. Dz.U. 2004, nr 146, poz. 1546 z późn. zm.

¹¹ J. Ostaszewski i in.: *Finanse spółki akcyjnej*. Difin, Warszawa 2009, s. 170.

¹² Z. Krysiak: *Finansowanie nieruchomości jako perspektywiczny obszar inwestowania*. „Finansowanie Nieruchomości” 04-06/2010.

¹³ M. Wydra: *Stan rynku finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce na 31 grudnia 2008 r. – narzędzie zarządzania ryzykiem portfela kredytowego*. „Finansowanie Nieruchomości” 01-03/2009.



Rys. 3. Struktura europejskich emisji sekurytyzacyjnych (w mld euro)

Źródło: Europejskie Forum Sekurytyzacyjne.

Jednak należy pamiętać, że nie wszystkie kredyty hipoteczne nadają się do sekurytyzacji. Według międzynarodowych standardów, wypracowanych na podstawie wieloletniego doświadczenia, aby sekurytyzacja kredytów hipotecznych przyniosła zamierzone efekty, kredyty te muszą być odpowiednio zdwersyfikowane (np. geograficznie), charakteryzować się podobieństwem terminów zapadalności i przewidywalnością strat. Większość polskich banków posiada obecnie na tyle długą historię kredytową, aby móc przeprowadzić odpowiednie analizy portfeli kredytowych.

Aby emisje MBS-ów stały się powszechnym narzędziem wykorzystywanym do refinansowania kredytów hipotecznych, niezbędne jest wprowadzenie licznych zmian w polskim prawie. Grupa robocza ds. sekurytyzacji w Polsce¹⁴, działająca przy Związku Banków Polskich, wskazała następujące kwestie wymagające zmian¹⁵:

¹⁴ Jej zadaniem jest dokonanie całościowego przeglądu i zmiany otoczenia regulacyjnego dotyczącego transakcji sekurytyzacyjnych. Obszar działań tej grupy obejmuje również analizę przepisów ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku od towarów i usług oraz ustawy o podatku od czynności cywilnoprawnych. *Odpowiedź podsekretarza stanu w Ministerstwie Finansów – z upoważnienia prezesa Rady Ministrów – na interpelację nr 2995 w sprawie efektów funkcjonowania Rady Rozwoju Rynku Finansowego, organu opiniotwórczo-doradczego ministra finansów*, <http://orka2.sejm.gov.pl/IZ6.nsf/main/57CEF23E>, dostęp: 12.10.2010.

¹⁵ M. Wydra: Op. cit.

- kwestia utraty bankowego tytułu egzekucyjnego przez bank przenoszący wierzytelności – nawet w przypadku pełnienia funkcji serwisera sekurytyzowanych wierzytelności przez inicjujący bank,
- brak w prawie upadłościowym zapisu o wyłączeniu sekurytyzowanych wierzytelności z masy upadłościowej inicjatora,
- nieprecyzyjna klasyfikacja podatkowa (VAT, PCC) usług wykonywanych przez SPV¹⁶ w ramach transakcji sekurytyzacyjnych,
- brak możliwości zaliczania strat na kredytach do kosztów uzyskania przychodu SPV oraz brak jednoznacznej interpretacji dla potrzeb podatku,
- SPV nie może być stroną umowy o subpartycypację,
- niejasne przepisy podatkowe dotyczące sekurytyzacji w formie subpartycypacji.

Małe zainteresowanie MBS-ami wynika również z postrzegania sekurytyzacji jako jednego z głównych kanałów rozprzestrzeniania się kryzysu kredytów *subprime* poza instytucje kredytowe. Sekurytyzacja obarczana jest winą za wywołanie nierównowagi w skali globalnej¹⁷. Ten pogląd uogólniony został na całą sekurytyzację, a w rzeczywistości dotyczy tylko jednego obszaru transakcji sekurytyzacyjnych – rynku pochodnych instrumentów kredytowych (głównie CDO¹⁸).

Podsumowanie

Dywersyfikacja źródeł pozyskania środków finansowych mogłaby zapewnić polskim bankom stabilność finansową w dłuższym okresie. Obecnie jest jeszcze wiele kwestii (przede wszystkim kwestie prawne), które wymagają odpowiednich zmian, aby ta dywersyfikacja była możliwa na szerszą skalę. Zarówno wykorzystanie MBS-ów, jak i listów zastawnych przez banki udzielające kredytów hipotecznych umożliwiłoby zgromadzenie kapitałów długoterminowych, dzięki czemu ryzyko niedopasowania terminów depozytów i kredytów zostałoby ograniczone.

Polskie banki podchodzą ostrożnie do wszelkiego rodzaju nowości, co związane jest również z polskimi regulacjami sektora bankowego. W momencie pojawienia się kryzysu *subprime* na rynkach finansowych nie straciły one swojej płynności i nie wymagały dodatkowego finansowania. Są jednak pewne

¹⁶ SPV (*Special Purpose Vehicle*) – spółka celowa powoływana na potrzeby procesu sekurytyzacji.

¹⁷ L. Pawłowicz: *Rynek kredytów hipotecznych w Polsce w warunkach globalnego kryzysu*. „Finansowanie Nieruchomości” 04-06/2009.

¹⁸ CDO (*Collateralised Debt Obligations*) – syntetyczne papiery wartościowe oparte na długu.

obszary w działalności banków polskich, które powinno się jak najszybciej zmienić, aby zmniejszyć ryzyko utraty płynności. Takim obszarem wymagającym zmian jest finansowanie długoterminowe. Banki powinny zacząć wykorzystywać na większą skalę transakcje sekurytyzacyjne do pozyskania finansowania długoterminowego. Ale zanim to nastąpi, muszą zostać wprowadzone odpowiednie zmiany w prawie ułatwiające rozwój tej formy finansowania.

Literatura

- Gudkova S.: *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002.
- Janiak A., Mojak J.: *Banki hipoteczne i listy zastawne w świetle prawa polskiego*. Wyższa Szkoła Zarządzania i Administracji w Zamościu, Zamość 2004.
- Krysiak Z.: *Finansowanie nieruchomości jako perspektywiczny obszar inwestowania*. „Finansowanie Nieruchomości” 04-06/2010.
- Materiały z posiedzenie Komitetu ds. pulowania wierzytelności hipotecznych*. Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2009.
- Ostaszewski J. i in.: *Finanse spółki akcyjnej*. Difin, Warszawa 2009.
- Pawłowicz L.: *Rynek kredytów hipotecznych w Polsce w warunkach globalnego kryzysu*. „Finansowanie Nieruchomości”, 04-06/2009.
- Rudnicki S.: *Hipoteka jako zabezpieczenie wierzytelności*. LexisNexis, Warszawa 2008.
- Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym. Wyniki ankiety badawczej*. Komisja Nadzoru Bankowego, Warszawa 2007.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Dz.U. 1997, nr 140, poz. 940 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 1 kwietnia 2004 r. o zmianie ustawy Prawo bankowe oraz o zmianie innych ustaw. Dz.U. 2004, nr 91, poz. 870.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. Dz.U. 2004, nr 146, poz. 1546 z późn. zm.

Wydra M.: *Stan rynku finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce na 31 grudnia 2008 r. – narzędzie zarządzania ryzykiem portfela kredytowego*. „Finansowanie Nieruchomości” 01-03/2009.

http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_L_powierzchnia_ludnosc_teryt_2009.pdf, (dostęp: 30.04.2010).

<http://orka2.sejm.gov.pl/IZ6.nsf/main/57CEF23E>, (dostęp: 12.10.2010).

REFINANCING OF THE MORTGAGE LOAN MARKET THROUGH THE ISSUE OF MBS (MORTGAGE BACKED SECURITIES)

Summary

The subprime crisis in the U.S. real estate market showed a need for studies of the domestic credit markets to detect any shortcoming threats and eliminate them. The paper presents the situation on the Polish mortgage loan market, both these provided by the universal banks, as well as those offered by mortgage banks.

The crisis in the U.S. market did not lead to a loss of liquidity by the Polish banks. They did not require additional funding associated with a loss of the borrowers' liquidity. However, the funding of mortgage loans on Polish market needs to be changed, especially the purpose of allocating short- and medium term deposits, which affects the risk of the mismatch terms of deposits and loans. This may result in the loss of banks liquidity.

The paper presents the form of a long-term financing – Mortgage Backed Securities. In Poland we have not had any issues of the MBS till now. Still there is a need to make changes in the law to allow growth of the MBS market.

KONCEPCJA REGULACJI KWALIFIKACJI ZAWODOWYCH DORADCÓW FINANSOWYCH

1. Wprowadzenie

Polski system prawny nie przewiduje regulacji statusu prawnego doradcy finansowego, a także definicji doradztwa finansowego, mimo iż pojęcia te funkcjonują powszechnie w obrocie gospodarczym. Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest formalne nieistnienie procedur kwalifikacyjnych oraz zestandaryzowanych reguł postępowania dla podmiotów wykonujących działalność w zakresie doradztwa finansowego, co powoduje ryzyko wykonywania usług tego typu przez podmioty nieposiadające dostatecznej wiedzy teoretycznej i praktycznej, a tym samym negatywne konsekwencje w zakresie zabezpieczenia interesu potencjalnych klientów. W obecnych warunkach trudno jednoznacznie określić, czy wykorzystanie proponowanych przez podmioty zajmujące się doradztwem finansowym źródeł finansowania w procesach gospodarczych lub oferowane lokaty kapitału w istocie są korzystne dla potencjalnych konsumentów. Wydaje się bowiem, iż społeczne przekonanie o uzyskiwaniu rzetelnej informacji finansowej dotyczącej m.in. instrumentów kredytowych, pożyczek krótko- lub długoterminowych, jak również narzędzi inwestycyjnych, tak w odniesieniu do osób fizycznych, jak i przedsiębiorstw, może być w znacznej mierze oparte na subiektywnej ocenie korzystających. Można wykazać, iż w wyniku ewolucji rynku finansowego, jaka dokonuje się w Polsce w ostatnich kilku latach, szczególnie w XXI wieku, niejednokrotnie również podmioty doradcze zależne są kapitałowo od instytucji finansowych, które to, jak się wydaje, mogą z oczywistych względów starać się wywierać wpływ na ocenę oferty produktowej przez doradców.

Celem publikacji jest przedstawienie niekorzystnych skutków związanych z brakiem unormowań statusu doradcy finansowego w Polsce. W opinii

autorów, w dążeniu do poprawy jakości świadczonych usług, powinny zostać podjęte działania zmierzające do standaryzacji kwalifikacji osób gwarantujących tytułem zawodowym rzetelny poziom przekazywanych danych, jak również do wprowadzenia w życie aktu normatywnego regulującego wiedzę, wymagania zawodowe i zasady postępowania w zakresie doradztwa finansowego.

1. Regulacje prawne

Odnosząc się do luki w regulacjach prawnych w zakresie doradztwa finansowego oraz statusu doradcy finansowego, należy zwrócić uwagę na przykładowe unormowania dotyczące m.in. uprawnień do prowadzenia ksiąg rachunkowych, wykonywania zawodu doradcy podatkowego, biegłego rewidenta czy brokera ubezpieczeniowego.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi¹ w art. 125 definiuje pojęcia maklera papierów wartościowych i doradcy inwestycyjnego poprzez wskazanie wykonywanych przez te podmioty czynności, m.in. funkcje w organach zarządzających lub nadzorczych firmy inwestycyjnej bądź wykonywanie lub nadzorowanie wykonywania:

- 1) czynności stanowiących działalność maklerską (m.in. przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wykonywanie tych zleceń na rachunek dającego zlecenie, nabywanie lub zbywanie na własny rachunek instrumentów finansowych, zarządzanie portfelami instrumentów finansowych, doradztwo inwestycyjne),
- 2) związanych z rynkiem finansowym czynności niestanowiących działalności maklerskiej,
- 3) innych czynności związanych z obsługą klientów lub dostępem do rachunków prowadzonych dla klientów,
- 4) prowadzenie spraw spółki przez komplementariusza lub wspólnika w spółce osobowej będącej domem maklerskim,
- 5) pozostawanie maklera lub doradcy w stosunku pracy, zlecenia lub w innym stosunku prawnym o podobnym charakterze z bankiem powierniczym przy wykonywaniu lub nadzorowaniu wykonywania czynności prowadzenia rachunków papierów wartościowych,
- 6) pozostawanie maklera lub doradcy w stosunku pracy, zlecenia lub w innym stosunku prawnym o podobnym charakterze z podmiotem, który jest obo-

¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Dz.U. nr 183, poz. 1538, z późn. zm., art. 125.

wiązany do zatrudniania maklerów lub doradców na podstawie odrębnych przepisów prawa przy wykonywaniu lub nadzorowaniu wykonywania czynności określonych w tych przepisach,

- 7) wykonywanie przez maklera lub doradcę czynności agenta firmy inwestycyjnej.

Według art. 126 wspomnianej ustawy makler i doradca, wykonując zawód, są obowiązani działać zgodnie z przepisami prawa i zasadami uczciwego obrotu oraz mieć na względzie słusze interesy klientów. Tytuły zawodowe „makler papierów wartościowych” i „doradca inwestycyjny” podlegają ochronie prawnej, a prawo wykonywania zawodu maklera lub doradcy przysługuje zasadniczo osobom, które są wpisane odpowiednio na listę maklerów lub doradców. Kolejne artykuły ustawy wprowadzają szereg wymogów uprawniających do wpisu na daną listę, w tym zwłaszcza generalny warunek uzyskania pozytywnego wyniku egzaminu sprawdzającego szczegółowo wiedzę kandydata m.in. z zakresu prawa, finansów i ekonomii.

Zę względu na wyraźnie określony zakres przedmiotowy i podmiotowy w odniesieniu do dwóch wspomnianych zawodów (zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie – regulacja statusu zawodów wraz z określeniem procedury uzyskiwania kwalifikacji do ich wykonywania oraz określenie czynności z zakresu usług finansowych), ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie reguluje instytucji doradztwa finansowego *sensu largo*.

2. Propozycje wymogów zawodowych

Również w zakresie prawodawstwa unijnego nie wprowadzono szczegółowych regulacji w przedmiocie doradztwa finansowego *sensu stricte*. Transponowane do polskiego porządku prawnego na mocy ustawy z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw² – Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych³ oraz Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 r.⁴ wprowa-

² Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw. Dz.U. 2009, nr 165, poz. 1316.

³ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych. Dziennik Urzędowy L 145, 30/04/2004.

dzająca środki wykonawcze do Dyrektywy 2004/39/WE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże Dyrektywy (akt wykonawczy) – MiFID⁵ – definiują jedynie pojęcie doradztwa inwestycyjnego, które oznacza świadczenie na rzecz klienta usług osobistego polecenia, czy to na jego prośbę, czy z inicjatywy firmy inwestycyjnej, w odniesieniu do jednej lub większej liczby transakcji dotyczących instrumentów finansowych (art. 4, ust. 1, pkt 4 Dyrektywy 2004/39/WE).

Dyrektywa ma za zadanie zwiększenie przejrzystości działania firm inwestycyjnych oraz zapewnienie wspólnych ram prawnych dla usług inwestycyjnych oraz rynków finansowych w państwach Unii Europejskiej. MiFID obejmuje szeroki zakres usług inwestycyjnych oraz instrumentów finansowych, w szczególności akcje, obligacje, instrumenty rynku pieniężnego, instrumenty pochodne, dystrybucję funduszy inwestycyjnych, zarządzanie portfelem maklerskich instrumentów finansowych. Przepisy MiFID mają zastosowanie w odniesieniu do wszystkich podmiotów świadczących usługi w zakresie inwestycji lub związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem dyrektywy. Przepisom dyrektywy MiFID podlegają więc banki, biura maklerskie i pośrednicy finansowi⁶.

W przepisach unijnych, w tym w przywoływanych wcześniej dyrektywach, wskazuje się generalnie na potrzebę weryfikacji wiedzy i kwalifikacji wszelkich pośredników finansowych, w tym doradców finansowych. Mówi się również o odpowiedzialności prawnej oraz o obowiązkach gwarancyjnych, jakie muszą spełniać osoby, które chcą doradzać konsumentom. Dlatego też odpowiednia weryfikacja umiejętności doradców finansowych w polskim systemie prawnym, a także uzyskanie przez nich roli instytucji zaufania publicznego, pozwoli na wyeliminowanie osób przypadkowych w tym zawodzie. Wydaje się, iż warto wykorzystać doświadczenia funkcjonującej w Wielkiej Brytanii Financial Services Authority⁷, w przypadku której konieczne jest uzyskanie stosownej licencji przez działających na rynku niezależnych doradców. W Polsce natomiast należałoby rozważyć możliwość wykorzystania dotychczasowego

⁴ Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy. Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 02.09.2006.

⁵ Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych – Markets in Financial Instruments Directive.

⁶ Prezydent Rzeczypospolitej we wrześniu 2009 r. podpisał Ustawę z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, w której dostosowano przepisy prawa do wymogów MiFID, zobowiązując przedsiębiorstwa finansowe do wprowadzenia regulacji.

⁷ <http://www.fsa.gov.uk>

dorobku Europejskiej Federacji Doradców Finansowych⁸ (EFFDF Polska), będącej niezależną organizacją certyfikującą doradców finansowych w oparciu o unijne standardy oraz nadzorującą wykonywanie usług planowania finansowego przez doradców finansowych. EFFP Polska jest oficjalnym partnerem, organizacją akredytowaną i zrzeszoną w ramach Europejskiej Federacji Doradców i Pośredników Finansowych⁹ (FECIF).

Mając na uwadze wcześniejsze stwierdzenia, postępowanie w zakresie wypracowania koncepcji standaryzacji zawodu doradcy finansowego powinno się opierać na następujących założeniach obejmujących:

- 1) działania na rzecz powołania inicjatywy ustawodawczej dotyczącej certyfikowania specjalistów z zakresu doradztwa finansowego i udzielania informacji o produktach bankowych w ramach prowadzonej działalności gospodarczej lub specjalizacji zawodowej,
- 2) określenie standardów oceny kwalifikacji osób podejmujących działalność w zakresie doradztwa finansowego, z odniesieniem do stosowanych uregulowań pokrewnych grup zawodowych,
- 3) wdrożenie modelu oceny kwalifikacji w zakresie doradztwa finansowego i bankowości według określonych kryteriów,
- 4) wypracowanie projektu aktu normatywnego, określającego warunki i zasady wykonywania doradztwa finansowego, organizację samorządu doradców finansowych oraz zasady działania.

Odnosząc się do kryteriów dotyczących zapewnienia odpowiednich kwalifikacji zawodowych doradców finansowych, należałoby zapewnić, aby zawód doradcy finansowego wpisano na Listę Klasyfikacji Zawodów oraz określono jego status prawny, co ma zasadnicze znaczenie dla standaryzacji tego zawodu i określenia wymagań w odniesieniu do wiedzy i kompetencji, w tym wymogu ustawicznego kształcenia zawodowego doradcy finansowego. Jednocześnie wykonywanie profesji doradcy finansowego winno odbywać się po osiągnięciu wskazanego minimum wiedzy z zakresu finansów i bankowości oraz pod nadzorem stosownej organizacji zawodowej.

Zakłada się równocześnie, iż potwierdzenie wiedzy z zakresu finansów i bankowości niezbędnej do wykonywania profesji doradcy finansowego winno być dokumentowane stosownym certyfikatem wydawanym przez PSFiB; system certyfikowania mógłby być wzorowany na tym, stosowanym przez EFFP Polska, obejmującym nadawane przez European Federation of Financial Professional certyfikaty honorowane na terenie Unii Europejskiej: 1. stopnia EFG

⁸ <http://www.effp.pl>

⁹ <http://www.fecif.org>

– European Financial Guide – asystent finansowy (ekspert sprzedaży produktów finansowych), 2. stopnia EFC – European Financial Consultant – konsultant finansowy, 3. stopnia EFP – European Financial Planner – planer finansowy; certyfikaty uzyskane na poszczególnych stopniach dają prawo do posługiwania się tytułem doradcy finansowego oraz gwarantują, iż ich posiadacz jest osobą wykwalifikowaną, działającą w sposób kompetentny i obiektywny.

W przedstawionej rekomendacji zakłada się ponadto, by:

- licencjonowanie zawodu doradcy finansowego następowało stopniowo,
- istniał podział na zależnych doradców finansowych – pracujących w/dla konkretnych instytucji finansowych lub grup kapitałowych oraz niezależnych doradców finansowych,
- w odniesieniu do niezależnych doradców finansowych istniała większa ingerencja nadzoru państwowego,
- celem wspierania działań PSFiB, zmierzających do rozwoju poziomu wiedzy z zakresu finansów i bankowości, edukacji i kształcenia w tych dziedzinach, członkostwo certyfikowanych doradców finansowych w Stowarzyszeniu było obowiązkowe,
- uzyskanie stopnia magistra w zakresie finansów lub bankowości winno umożliwiać wpis absolwenta na listę certyfikowanych doradców finansowych,
- uzyskanie certyfikatu zawodowego wybranej grupy zawodowej (np. doradca podatkowy, biegły rewident) lub posiadanie minimum stopnia doktora nauk ekonomicznych w zakresie finansów lub bankowości było równoznaczne z uzyskaniem certyfikatu doradcy finansowego,
- wykonywanie sprawnego nadzoru nad przestrzeganiem uregulowań prawnych w zakresie doradztwa finansowego odbywało się w ramach samorządu zawodowego.

Głównym celem funkcjonowania zawodu doradcy finansowego na rynku polskim powinno być zatem:

- zapewnienie konsumentom dostępu do informacji o produktach finansowych i zasadach korzystania z nowej formy usług finansowych,
- bezpieczeństwo finansowe konsumentów i całego rynku finansowego poprzez ograniczenie roli sprzedawców produktów finansowych – pośredników finansowych – których usługi z natury mają inny charakter niż usługi doradców finansowych,
- ochrona zawodu doradcy finansowego przed nieuprawnionym nadużywaniem tytułu doradcy finansowego, który określa niezbędny dla tego terminu poziom kwalifikacji, zakres działania i odpowiedzialności.

Podsumowanie

Doradztwo finansowe jest jednym z ostatnich zawodów związanych ściśle z koniecznością posiadania specjalistycznej wiedzy finansowej lub bankowej, która jednak nie jest w żaden sposób weryfikowana. W związku z funkcjonowaniem na rynku usług finansowych takich profesji jak doradcy podatkowi, biegli rewidenci czy doradcy inwestycyjni i maklerzy, istnieje możliwość przyjęcia pokrewnej drogi standaryzacji wykonywanej profesjonalnie działalności doradczej.

Dążenie do uregulowania ustawowego powyższych aspektów w odniesieniu do działalności doradców finansowych niewątpliwie pozytywnie wpłynęłoby na prawidłowy rozwój rynku finansowego w przedstawionym zakresie, gdyż niewystarczająca wiedza społeczna, a także brak standardów kontrolnych w zakresie certyfikacji podmiotów podejmujących działalność w zakresie doradztwa finansowego sprzyja brakowi miarodajnej i kompetentnej wiedzy o produktach finansowych i bankowych oraz informacji o możliwościach ich wykorzystania.

Powyższa inicjatywa może mieć realne uzasadnienie m.in. ze względu na przesłanki eliminowania nieprofesjonalnej obsługi, wprowadzania celowej nierzetelności, jak również wypracowanie dobrego imienia zawodu, którego waga na rynku usług finansowych stale wzrasta.

Literatura

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Dz.U. nr 183, poz. 1538 z późn. zm., art. 125.

Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw. Dz.U. 2009, nr 165, poz. 1316.

Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych. Dziennik Urzędowy L 145, 30/04/2004.

Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz po-

jęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy. Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 02.09.2006.

Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych – Markets in Financial Instruments Directive.

Interpelacja poselska posła na Sejm RP VI kadencji, pana Waldemara Andzela, nr 1090, do ministra finansów w sprawie licencji dla doradców finansowych z dnia 6 lutego 2008 r.

Zarządzenie nr 25 ministra finansów w sprawie utworzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego Dz.U. M.F. 2006, nr 11, poz. 80, s. 1.

<http://www.knf.gov.pl>

<http://www.effp.pl>

<http://www.fecif.org>

<http://www.fsa.gov.uk>

KONCEPT OF THE PROFESSIONAL QUALIFICATIONS REGULATION OF THE FINANCIAL ADVISERS

Summary

The publication is an attempt to submit the views of authors on the adverse effects related to the lack of standardization status of a financial adviser in Poland. In their opinion there is a necessity to take an action to ensure the standardization of qualifications of professional title to achieve a fair level of data transmitted, and stating in particular the importance of the enforcement of a legislative measure regulating the knowledge, professional requirements and rules of conduct for the financial advice.

EUROPEJSKI RYNEK UBEZPIECZENIOWY W LATACH 2006-2008 – WYBRANE TENDENCJE

Wprowadzenie

Rynek ubezpieczeniowy podlega dynamicznym przemianom. Na jego ukształtowanie wpływają zarówno czynniki specyficzne, związane z działalnością ubezpieczeniową, jak również procesy zachodzące w szeroko pojętym otoczeniu. Począwszy od połowy 2007 roku istotną determinantą zmian zachodzących na tym rynku był globalny kryzys. Został on zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych w dziedzinie bankowości hipotecznej, a następnie stopniowo rozszerzał swój zasięg na inne kraje i sektory finansowe, przekształcając się z czasem w globalny kryzys gospodarczy. Kryzys ten w sektorze ubezpieczeń spowodował zmniejszenie sprzedaży ubezpieczeń, obniżenie wartości aktywów, a także spadek rentowności działalności lokacyjnej zakładów ubezpieczeń.

Choć zjawiska kryzysowe stanowiły w ostatnim okresie główny czynnik wyznaczający zmiany na rynku ubezpieczeń, wskazać należy, że obok niego występowały również inne determinanty. W rezultacie, choć w skali globalnej dominowały zjawiska negatywne, na poszczególnych rynkach ubezpieczeniowych miały miejsce pozytywne trendy rozwojowe. Zróżnicowana sytuacja wystąpiła zwłaszcza na rynkach ubezpieczeniowych krajów europejskich. Celem niniejszego opracowania jest scharakteryzowanie wybranych tendencji występujących na europejskim rynku ubezpieczeniowym w latach 2006-2008. Przedstawione zostaną tendencje wynikające ze zmian składki przypisanej brutto.

1. Miejsce europejskiego rynku ubezpieczeniowego na rynku światowym

W 2008 roku składka przypisana brutto na światowym rynku ubezpieczeniowym wynosiła 4269,7 mld USD i w ujęciu nominalnym była wyższa o 3,4% od składki przypisanej w 2007 roku. W ujęciu realnym natomiast w 2008 roku nastąpiło zmniejszenie poziomu składki w stosunku do roku poprzedniego o 2%. Zmniejszenie składki, będące głównie efektem spowolnienia gospodarczego, wystąpiło po raz pierwszy od 1980 roku.

Tabela 1

Struktura i dynamika składki przypisanej brutto w ujęciu realnym na rynkach ubezpieczeniowych poszczególnych regionów świata (w %)

Region	Struktura			Dynamika		
	2006	2007	2008	2006/2005	2007/2006	2008/2007
Ameryka	36,3	34,6	34,0	103,0	103,2	97,6
w tym:						
Ameryka Północna	34,3	32,4	31,5	102,6	102,7	96,9
Ameryka Łacińska i Karaiby	2,0	2,2	2,5	111,2	112,1	108,4
Europa	39,6	42,8	41,0	106,5	106,4	93,8
w tym:						
Europa Zachodnia	38,1	40,9	38,8	106,3	106,1	93,1
Centralna i Wschodnia Europa	1,5	1,9	2,2	111,8	113,2	109,0
Azja	21,2	19,7	21,9	101,0	99,2	106,6
Afryka	1,4	1,3	1,3	117,3	101,0	104,9
Australia i Nowa Zelandia	1,5	1,6	1,8	102,1	104,0	108,6
Świat	100,0	100,0	100,0	104,0	103,6	98,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *World insurance in 2006: premiums come back to „life”*. „Sigma” 2007, nr 4; *World insurance in 2007: emerging markets leading the way*. „Sigma” 2008, nr 3; *World insurance in 2008: life premiums fall in industrialized countries – strong growth in the emerging economies*. „Sigma” 2009, nr 3.

Dane przedstawione w tabeli 1 wskazują, że zjawiska kryzysowe miały największy wpływ na europejski rynek ubezpieczeniowy, powodując obniżenie składki przypisanej brutto w 2008 roku w stosunku do roku poprzedniego o 6,2%. Zmniejszenie przypisu składki w stosunku do roku poprzedniego wystąpiło w 2008 roku również na rynku amerykańskim. Natomiast na rynkach azjatyckim, australijskim i afrykańskim w 2008 roku miał miejsce wzrost

dynamiki składki przypisanej brutto w stosunku do roku poprzedniego. Znaczne różnice w zmianach przypisu składki na poszczególnych rynkach ubezpieczeniowych świadczą o ich zróżnicowanej podatności na oddziaływanie kryzysu. Uwzględnić należy też fakt występowania innych czynników mających wpływ na kształtowanie składki przypisanej brutto. Obok poziomu aktywności gospodarczej¹, ważnymi determinantami przypisu składki były zwłaszcza: zmiany rozwiązań w zakresie zabezpieczenia społecznego, zmiany w prawie podatkowym i ubezpieczeniowym, a także zmiany taryfowe².

Biorąc pod uwagę składkę przypisaną brutto, można określić udział poszczególnych regionów w światowym rynku ubezpieczeniowym. W latach 2006-2008 najmniejszy udział w tym rynku miały państwa afrykańskie. Na nieco wyższym poziomie ukształtował się udział Australii i Nowej Zelandii w rynku światowym. Chociaż przypis składki z tego regionu ciągle wzrastał, nie przekraczał on w analizowanym okresie 2% składki przypisanej na rynku światowym. Ponad 10-krotnie większy przypis składki uzyskały kraje azjatyckie, których udział w rynku wynosił 19,7-21,9%. Na niewielkie zmniejszenie ich udziału w rynku w 2007 roku wpłynęło zmniejszenie sprzedaży ubezpieczeń na życie w Japonii.

Ważną rolę na światowym rynku ubezpieczeniowym odgrywają kraje amerykańskie. W latach 2006-2008 przypis składki z tego regionu w stosunku do przypisu światowego wykazywał tendencję malejącą. Było to wynikiem procesów mających miejsce w krajach Ameryki Północnej, w których wystąpiło, w ujęciu realnym, obniżenie poziomu składki przypisanej. Dynamiczny wzrost składki przypisanej brutto w krajach Ameryki Łacińskiej i na Karaibach spowodował, że łącznie udział krajów amerykańskich w rynku światowym utrzymał się na poziomie 34%³.

W analizowanym okresie największy udział w rynku światowym miały kraje europejskie.

¹ Szczególnie wysoki poziom wzrostu PKB wystąpił w Chinach, gdzie w 2007 r. wyniósł on 13%, a w 2008 r. 9,1%, w ujęciu realnym, w Egipcie – odpowiednio: 10,9% i 11,6%, w Urugwaju: 7,4% i 11,0% oraz Panamie: 11,3% i 7,8%. Por. *World insurance in 2008: life premiums fall in industrialized countries – strong growth in the emerging economies. Statistical Appendix*. „Sigma” 2009, 3.

² Na przykład w Australii wzrost składki przypisanej z ubezpieczeń na życie w znacznej mierze wynikał ze zmiany przepisów podatkowych, zaś w Nowej Zelandii na wysokość przypisu składki wpłynęła prywatyzacja instytucji ubezpieczeniowych, a także wprowadzenie obowiązkowego ubezpieczenia OC kierowców. W Indiach i Japonii natomiast na wysokość przypisu składki miały wpływ m.in. zmiany taryfowe.

³ Warto przypomnieć, że kraje amerykańskie dominowały na światowym rynku ubezpieczeniowym do 2004 r. Od 2005 r. największy udział w rynku światowym (mierzony składką przypisaną brutto) mają kraje europejskie i ich przewaga wzrasta, gdyż w 2005 r. wynosiła zaledwie 0,23 punktu procentowego, a w 2008 r. 7 punktów procentowych. Por. *World insurance in 2005: moderate premium growth, attractive profitability*. „Sigma” 2006, 5.

2. Analiza zmian składki przypisanej brutto na europejskim rynku ubezpieczeniowym w latach 2006-2008

Przy badaniu tendencji występujących na europejskim rynku ubezpieczeniowym celowe jest dokonanie jego podziału na rynek krajów Europy Zachodniej oraz rynek krajów Europy Centralnej i Wschodniej. W analizowanym okresie udział krajów europejskich w rynku światowym wykazywał zmienne tendencje – wzrósł z 39,6% w 2006 roku do 42,8% w 2007 roku, a następnie obniżył się do 41%. Tendencje te stanowią odzwierciedlenie procesów zachodzących głównie w krajach Europy Zachodniej, gdyż w krajach Europy Centralnej i Wschodniej w badanym okresie nastąpił dynamiczny wzrost składki przypisanej brutto, co spowodowało zwiększenie udziału tych krajów w rynku światowym. Ze względu na relatywnie niewielkie rozmiary składki przypisanej w tych krajach w stosunku do składki przypisanej w krajach Europy Zachodniej, procesy te nie spowodowały istotnej korekty trendów charakteryzujących łącznie wszystkie kraje europejskie.

Wskazując na zróżnicowanie tendencji występujących na rynku europejskim, za celowe uznaje się dokonanie analizy zmian składki w poszczególnych krajach.

Tabela 2

Dynamika składki przypisanej brutto w ujęciu realnym w latach 2006-2008 (w %)

Kraj	Ubezpieczenia na życie, rok poprzedni=100			Ubezpieczenia nie na życie rok poprzedni=100		
	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2006/2005	2007/2006	2008/2007
Austria	99,4	98,2	99,0	101,3	101,0	99,5
Belgia	79,6	107,7	96,0	101,8	102,3	100,4
Bułgaria	108,2	119,1	97,0	104,0	110,7	108,0
Chorwacja	110,9	111,0	96,4	106,5	106,3	102,1
Czechy	101,9	111,2	98,3	98,0	99,3	99,0
Dania	111,5	109,1	100,7	99,4	104,5	100,5
Estonia	117,1	116,0	61,2	111,1	111,6	100,1
Finlandia	104,9	99,1	101,6	104,3	96,6	99,8
Francja	115,1	95,7	86,6	101,1	100,5	100
Grecja	114,2	96,5	99,7	100,1	100,2	99,0
Hiszpania	105,7	98,3	110,0	103,0	103,5	99,6
Holandia	108,8	100,8	97,9	96,8	101,2	100,8
Irlandia	121,7	114,4	58,2	Bd	Bd	Bd
Islandia	104,4	Bd	Bd	93,2	Bd	Bd
Łotwa	137,3	145,2	64,1	122,9	137,0	97,6
Luksemburg	115,1	92,0	95,6	108,5	99,5	Bd

cd. tabeli 2

Niemcy	102,4	98,7	99,0	99,0	98,6	98,5
Norwegia	96,6	109,1	94,8	100,0	100,8	101,6
Polska	138,8	119,3	152,1	104,9	108,5	108,1
Portugalia	105,3	104,3	114,1	Bd	98,3	96,5
Rosja	57,5	130,3	72,0	114,5	116,2	107,9
Rumunia	102,5	116,6	115,0	125,0	117,9	114,5
Serbia	108,3	111,7	123,6	98,1	107,8	102,1
Słowacja	Bd	110,3	110,9	Bd	100,6	100,4
Słowenia	113,5	108,9	99,5	106,6	104,7	101,1
Szwajcaria	97,3	101,8	99,9	100,6	100,7	98,1
Szwecja	103,3	110,8	101,9	100,7	94,4	100,2
Turcja	102,1	94,1	99,7	114,6	106,9	96,3
Ukraina	129,3	Bd	Bd	98,6	111,0	Bd
Węgry	132,2	114,8	85,8	100,8	96,5	95,9
Wielka Brytania	130,2	122,5	84,3	97,9	97,7	96,8
Włochy	92,5	87,4	84,4	100,3	100,1	96,7
Ogółem	112,4	105,6	88,9	100,5	100,7	99,5

Bd – brak danych

Źródło: Ibid.

Analiza danych liczbowych ujętych w tabeli 2 wskazuje, że negatywne efekty kryzysu zaczęły się ujawniać na europejskim rynku ubezpieczeniowym w 2007 roku, rok 2006 natomiast był kolejnym, w którym zarówno na rynku ubezpieczeń na życie, jak i pozostałych ubezpieczeń miał miejsce wzrost składki przypisanej brutto w stosunku do składki roku poprzedniego, przy czym wyższą dynamikę wzrostu wykazywała składka przypisana z ubezpieczeń na życie. Znaczny przyrost składki z ubezpieczeń na życie wystąpił zwłaszcza w krajach Europy Centralnej i Wschodniej, gdzie wzrosła głównie sprzedaż ubezpieczeń z funduszem kapitałowym. Wzrost sprzedaży stymulowały korzystne wyniki osiągane z działalności inwestycyjnej, a w niektórych krajach dodatkowym stymulatorem były również rozwiązania systemu podatkowego. Tylko w Rosji nastąpił spadek przypisu składki wynikający z obniżenia sprzedaży krótkoterminowych ubezpieczeń na życie, pozwalających optymalizować obciążenia podatkowe. Wysoka dynamika wzrostu przypisu składki z ubezpieczeń na życie wystąpiła w Wielkiej Brytanii na skutek swoistego boomu na produkty ubezpieczeń emerytalnych. Kilkuprocentowy wzrost przypisu składki miał miejsce w wielu krajach Europy Zachodniej, głównie tych, w których zakup nowo wprowadzonych produktów ubezpieczeń emerytalnych wiązał się z uzyskaniem ulgi podatkowej (np. we Francji, Hiszpanii i Portugalii). W Belgii natomiast zredukowano korzystne rozwiązania podatkowe związane z tradycyjnymi produktami ubezpieczeń na życie, co przyczyniło się do obniżenia składki przypisanej brutto z tych ubezpieczeń.

W zakresie ubezpieczeń nie na życie w 2006 roku na europejskim rynku ubezpieczeniowym wystąpił niewielki, bo wynoszący zaledwie 0,5% wzrost składki przypisanej brutto w ujęciu realnym. Podobnie jak w przypadku ubezpieczeń na życie, wyższe wskaźniki dynamiki składki wykazały kraje Europy Centralnej i Wschodniej, a szczególnie kraje nadbałtyckie, niż kraje Europy Zachodniej. Niewielki wzrost przypisu składki był m.in. rezultatem znacznej konkurencji ze strony zagranicznych zakładów ubezpieczeń, które oferowały produkty ubezpieczeniowe zgodnie z zasadą swobody świadczenia usług. Należy jednak zwrócić uwagę, że prowadzenie biznesu za granicą znajduje odzwierciedlenie we wzroście przypisu składki zagranicznego ubezpieczyciela. Tego typu korzyści uzyskiwały w badanym okresie np. zakłady mające siedzibę w Luksemburgu. W wielu krajach Europy Zachodniej w 2006 roku wystąpiła ujemna dynamika składki przypisanej brutto ze względu na zmniejszenie sprzedaży produktów określonej grupy ubezpieczeń (np. w Niemczech ubezpieczeń komunikacyjnych).

Również w 2007 roku na europejskim rynku ubezpieczeniowym wystąpiła tendencja wzrostowa składki przypisanej brutto zarówno z ubezpieczeń na życie, jak i pozostałych ubezpieczeń osobowych oraz majątkowych. Wśród krajów Europy Zachodniej największy wzrost składki z ubezpieczeń na życie wykazała Wielka Brytania. Składka przypisana brutto w ujęciu realnym wzrosła też w Irlandii, Szwecji, Holandii, Belgii, Danii, Portugalii, Norwegii i Szwajcarii. Wzrost przypisu składki wystąpił również w krajach Europy Centralnej i Wschodniej. Na rynkach ubezpieczeniowych tych krajów coraz mniejszą rolę odgrywały tradycyjne, ochronne ubezpieczenia na życie, a ich miejsce zajmowały produkty nowoczesne, z elementem inwestycyjnym i oszczędnościowym. Wzrost sprzedaży tych ubezpieczeń wynikał zarówno z czynników demograficznych (starzenie społeczeństw), jak i społeczno-gospodarczych (wzrost oszczędności, zmiany w zakresie systemów emerytalnych, zmiany rozwiązań podatkowych i inne). Czynnikiem zakłócającym wzrost sprzedaży były pojawiające się już od połowy 2007 roku zawirowania na rynku kapitałowym. Sytuacja na tym rynku ma istotny wpływ na kształtowanie się zapotrzebowania na ubezpieczenia życiowe. Warunki wielu tych ubezpieczeń, głównie ubezpieczeń z funduszem kapitałowym, przewidują przeniesienie ryzyka inwestycyjnego z zakładu ubezpieczeń na ubezpieczonego. W rezultacie konsekwencje obniżenia cen, kursów czy indeksów giełdowych ponoszą nabywcy tych ubezpieczeń. W przypadku tradycyjnych ubezpieczeń na życie niekorzystna sytuacja na rynku kapitałowym powoduje, że zakłady ubezpieczeń uzyskują z dokonanych lokat stopy zwrotu niższe od oczekiwanych, a nawet ponoszą straty. Dla ubezpieczonych i uprawnionych z umów ubezpieczenia sytuacja

taka oznacza zagrożenie realności wypłacanych odszkodowań i świadczeń ubezpieczeniowych. Dochody z lokat są bowiem uwzględniane w kalkulacjach finansowo-technicznych. Ponadto warunki niektórych ubezpieczeń na życie gwarantują ubezpieczonym udział w zysku ubezpieczyciela. Brak zysku czy ponoszenie strat przez zakłady ubezpieczeń zmniejszają atrakcyjność zakupu tego typu ubezpieczeń. Występowanie zatem niekorzystnych zjawisk na rynku kapitałowym od połowy 2007 roku spowodowało w wielu krajach spadek sprzedaży ubezpieczeń na życie, a w konsekwencji zmniejszenie przypisu składek ubezpieczeniowych.

Odmienne czynniki kształtowały sytuację na rynku pozostałych ubezpieczeń osobowych i majątkowych. W 2007 roku łączny przypis składki był większy od uzyskanego w roku poprzednim o 0,7%. Tak niewielki wzrost składki przypisanej brutto w ujęciu realnym był wynikiem obniżenia sprzedaży tych ubezpieczeń w wielu krajach Europy Zachodniej, w tym m.in. w Niemczech, Włoszech, Francji, Austrii, Finlandii, Francji, Luksemburgu, oraz uzyskania niskiego przyrostu składki w krajach Europy Centralnej i Wschodniej. Podobnie jak w roku poprzednim, czynnikiem ograniczającym wzrost sprzedaży była konkurencja, zwłaszcza w zakresie ubezpieczeń komunikacyjnych i ubezpieczenia mienia. Specyficzną determinantą stymulującą wzrost przypisu składki w Holandii była prywatyzacja systemu ubezpieczeń zdrowotnych.

W drugiej połowie 2007 roku oraz w 2008 roku na sytuację na europejskim rynku ubezpieczeniowym zaczęły wpływać zjawiska kryzysowe. Spowolnienie gospodarcze, wzrost bezrobocia, deprecjacja aktywów, obniżenie rentowności działalności inwestycyjnej, a także spadek czy nawet utrata zaufania do instytucji finansowych przyczyniły się do zmniejszenia przypisu składki. W 2008 roku przypis składki z ubezpieczeń na życie zmniejszył się o 11,1%, a z pozostałych ubezpieczeń osobowych i majątkowych o 0,5% w stosunku do poziomu roku poprzedniego.

Obniżenie przypisu składki z ubezpieczeń na życie wystąpiło w większości krajów Europy Zachodniej i w niektórych krajach Europy Centralnej i Wschodniej. Największy spadek (-41,8%) miał miejsce w Irlandii, gdzie zjawiska kryzysowe wystąpiły ze szczególną ostrością. W Wielkiej Brytanii tendencję spadkową dodatkowo pogłębiło wprowadzenie niekorzystnych rozwiązań podatkowych. We wszystkich krajach najbardziej obniżyła się sprzedaż ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym. Zwrócić jednak należy uwagę na fakt, że na niektórych rynkach ubezpieczeniowych w 2008 roku wystąpił wzrost przypisu składki. Największy wzrost (o 52,1%) odnotowano w Polsce i był związany ze sprzedażą tzw. produktów strukturyzowanych bez funduszu kapitałowego z gwarancją ochrony kapitału lub zysku.

Mniejsze zróżnicowanie dynamiki składki przypisanej brutto wystąpiło w zakresie pozostałych ubezpieczeń osobowych i majątkowych. Zjawiska kryzysowe niewątpliwie stworzyły warunki ograniczające zapotrzebowanie na produkty ubezpieczeniowe (np. spadek dochodów, które mogłyby być przeznaczone na ich zakup), ale jednocześnie uaktywniły czynniki zwiększające to zapotrzebowanie (np. zagrożenie ryzykiem kredytowym). W rezultacie – zmiany przypisu składki z ubezpieczeń nie na życie w 2008 roku w stosunku do stanu z roku poprzedniego były niewielkie, choć na większości rynków wystąpiły tendencje malejące. Wśród krajów, w których odnotowano wzrost przypisu składki, wymienić należy Polskę. Wzrost składki przypisanej brutto związany był z ujęciem podatku w składce za ubezpieczenia komunikacyjne.

Podsumowanie

Reasumując przeprowadzone studia i badania stwierdzić należy, że w analizowanym okresie wystąpiły istotne zmiany na europejskim rynku ubezpieczeniowym. Kryzys, recesja, brak zaufania do instytucji finansowych to zjawiska, które szczególnie w ostatnim okresie odcisnęły swe piętno na tym rynku. W ich rezultacie obniżył się poziom składki przypisanej brutto. W większym stopniu zmniejszyła się składka w sektorze ubezpieczeń na życie niż w sektorze pozostałych ubezpieczeń osobowych i majątkowych. Negatywne tendencje w zakresie kształtowania składki ubezpieczeniowej wystąpiły głównie na silnie rozwiniętych rynkach ubezpieczeniowych. Natomiast na rynkach krajów tzw. wschodzących odnotowano niewielkie zmniejszenie dynamiki wzrostu przypisu składki, a w kilku przypadkach przypis ten rósł szybciej niż w latach poprzednich.

Określając perspektywy dla europejskiego rynku ubezpieczeniowego, prognozuje się, iż wzrost składki przypisanej brutto na tym rynku nastąpi dopiero po 2010 roku oraz wskazuje, iż w przyszłości polski rynek stanie się jednym z głównych rynków Europy Centralnej i Wschodniej⁴.

⁴ T. Hess, K. Karl, C. Wong: *Global Insurance Review 2008 and Outlook 2009. Weathering the storm. Special Report*. Swiss Re. www.genevaassociation.org

Literatura

T. Hess, K. Karl, C. Wong: *Global Insurance Review 2008 and Outlook 2009. Weathering the storm. Special Report.* Swiss Re. www.genevaassociation.org

World insurance in 2006: premiums come back to „life”. „Sigma” 2007, 4.

World insurance in 2007: emerging markets leading the way. „Sigma” 2008, 3.

World insurance in 2008: life premiums fall in industrialized countries – strong growth in the emerging economies. „Sigma” 2009, 3.

EUROPEAN INSURANCE MARKET IN 2006-2008 – SELECTED CHANGES

Summary

The aim of this article is to analyze changes on European insurance market in 2006-2008. The changes were caused by the specific factors connected with insurance activity, as well as by the processes which occurred in the environment. Global crisis has been the main factor which has influenced the insurance market since 2007. The crisis has had a negative impact on the insurance premium growth, especially in the industrialized countries. In the emerging countries growth wasn't so affected by the crisis. The outlook for the European insurance market is: the growth in premiums will not have started by 2011.

KONCEPCJA EU REIT – PRZESŁANKI JEDNOLITEGO MODELU REAL ESTATE INVESTMENT TRUST W EUROPIE

Wprowadzenie

Inwestycje na rynku nieruchomości postrzegane były dotychczas jako długoterminowa, niepłynna lokata kapitału obciążona relatywnie niskim ryzykiem inwestycyjnym. Rozwój sytuacji na rynkach finansowych w ostatnich latach pokazał, iż był to stereotyp. Negatywne skutki ryzyka mogą dotknąć inwestorów na rynku nieruchomości, na którym – jak na każdym innym rynku – spekulacje pozwalają nielicznym osiągać korzyści, a ogromnej rzeszy indywidualnych inwestorów przynoszą dotkliwie straty. Kryzys kredytów *subprime* w USA to z jednej strony straty banków z tytułu nieskutecznych egzekucji kredytów hipotecznych z tytułu zaangażowania kapitałów w toksyczne aktywa, ale również straty inwestorów na rynku kapitałowym, pośrednio angażujących środki pieniężne w inwestycje na rynku nieruchomości via REIT – Real Estate Investment Trust. Od pięćdziesięciu lat amerykańscy inwestorzy mogą nabywać udziały (najczęściej akcje) w Real Estate Investment Trust, co daje możliwość realizowania na rynku nieruchomości inwestycji zarówno niskokapitałowych, jak i krótkoterminowych. Niewątpliwie te cechy REIT przyczyniły się do znacznego zainteresowania tą formą wehikułu inwestycyjnego, a zatem i ekspansji struktur REIT w Europie. Nie była to ekspansja jednorodna, gdyż poszczególne kraje Unii Europejskiej indywidualnie decydowały o implementacji regulacji prawnych, pozwalających na powoływanie wehikułów inwestycyjnych w mniejszym lub większym stopniu zbliżonych do amerykańskiego pierwowzoru. Indywidualizm ten podyktowany był brakiem spójnej platformy porozumienia – rynek nieruchomości w poszczególnych krajach

Unii Europejskiej jest niezwykle zróżnicowany, a zarazem specyficzny dla danego kraju. Główny wpływ na taki stan rzeczy miały uwarunkowania historyczne i kulturowe, które jest najtrudniej podporządkować zuniwersalizowanym procedurom. Brak jednolitych rozwiązań w instytucjonalnym i instrumentalnym zakresie nie wpłynął stymulująco na tempo rozwoju REIT w Europie, a co więcej, spowodował ich dalszy indywidualizm. W końcu kryzys globalny, którego doświadczył również europejski rynek finansowy, obnażył słabości prawnych reżimów REIT i przyczynił się m.in. do podjęcia dyskusji na temat konieczności wypracowania spójnego, europejskiego reżimu REIT. Celem niniejszego opracowania jest identyfikacja podstawowych zasad jednolitego, europejskiego reżimu REIT, dla którego wzorcem – według autorki – powinien być reżim holenderski.

1. Amerykański reżim REIT

Konstrukcja REIT jest konsekwencją pojawienia się w latach 60. XX wieku na rynku amerykańskim sekurytyzacji aktywów, wtórnego rynku kredytów hipotecznych oraz właśnie funduszy nieruchomości w wielu odmianach. W 1960 roku Kongres USA – na mocy *The Real Estate Investment Trust Act* – ustanowił ramy prawne pozwalające stworzyć REIT, aby przede wszystkim umożliwić indywidualnym inwestorom aktywność na rynku nieruchomości na szeroką skalę¹. Niewątpliwą zachętą do partycypowania w REIT jest zwolnienie tego podmiotu z opodatkowania na poziomie korporacyjnym, co jest bezsprzecznym atrybutem REIT i z czym jest on identyfikowany na całym świecie. Jednakże, aby osiągać korzyści zwolnienia podatkowego, trzeba poddać się pewnym ograniczeniom, powszechnie określanym jako reżim prawny struktury REIT. Obowiązek wypłaty inwestorom ok. 90% zysku w formie dywidendy jest najbardziej charakterystycznym wymogiem reżimu. Drugim atrybutem REIT jest istota działalności, która polega na emisji akcji lub udziałów celem pozyskania od indywidualnych inwestorów środków pieniężnych na zakup nieruchomości, które mają generować przychody z czynszu najmu. W Europie takie aktywa określane są jako nieruchomości komercyjne, a stanowią je zazwyczaj powierzchnie biurowe, hotelowe, apartamenty. Z punktu widzenia szerokiego zakresu działania amerykańskich REIT byłoby to ograniczenie, ponieważ brane są również pod uwagę inwestycje w nieruchomości

¹ R.A. Graff: *Economic Analysis Suggests that REIT Investment Characteristics are Not as Advertised*, „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2001, Vol. 7, No. 2, s. 99.

takie jak: domy spokojnej starości, szpitale, szkoły, garaże. Aby uwzględnić tę różnorodność, nieruchomości będące składnikami majątku REIT określane są jako IPRE (ang. *Income-Producing Real Estate* – nieruchomości generujące dochód). Określenie to jednoznacznie wskazuje na charakter inwestycji REIT: nieruchomość ma przynosić korzyści z eksploatacji bez względu na jej charakter funkcjonalny. Natomiast strategia działania REIT polega na odpowiednim do jego polityki inwestycyjnej doborze aktywów oraz profesjonalnym nimi zarządzaniu i nadzorze. Ma to pozwolić REIT osiągnąć w długookresowej perspektywie dochody, a inwestorom zyski w postaci dywidendy. Zatem działalność REIT nie może być kojarzona z obrotem nieruchomościami i czerpaniem korzyści z różnicy cen kupna i sprzedaży. Takie transakcje w działalności REIT będą miały miejsce, ale – jeżeli podejmowana będzie decyzja o sprzedaży bądź kupnie nieruchomości – to w celu zmiany struktury portfela inwestycji, a nie dla doraźnych korzyści REIT.

Na rynku amerykańskim nie występują szczególne ograniczenia co do formy prawnej REIT. Natomiast konieczne jest poddanie się określonymu reżimowi prawnemu, czego efektem jest uzyskanie statusu REIT. Status ten pozwala czerpać korzyści z przewagi konkurencyjnej, osiąganej jako jednostka zwolniona z podatku dochodowego od osób prawnych. Amerykański reżim prawny REIT przewiduje kilka ogólnych ograniczeń²:

- REIT może funkcjonować jako trust, korporacja oraz stowarzyszenie opodatkowane jak korporacja,
- podmiot jest kierowany przez zarząd lub radę powierniczą,
- podmiot musi mieć minimum 100 udziałowców, przy czym maksymalnie pięciu indywidualnych udziałowców nie może posiadać więcej niż 50% udziałów REIT w ostatnim półroczu roku podatkowego,
- udziały muszą być w pełni zbywalne,
- przynajmniej 75% aktywów REIT musi być zainwestowane w nieruchomości,
- przynajmniej 75% przychodów REIT musi pochodzić z najmu, sprzedaży nieruchomości lub odsetek z tytułu kredytów/pożyczek hipotecznych,
- nie więcej niż 20% aktywów może być zaangażowanych w podmiotach powiązanych z REIT (podmiotach zależnych, których działalność podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych),
- minimum 90% zysku podlega wypłacie akcjonariuszom/udziałowcom w formie dywidendy.

² PriceWatershouseCoopers: *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes. Country summaries.*

Oprócz reżimu prawnego, który ma istotny wpływ na specjalizację, ale również i na transparentność działania, czynnikiem decydującym o sukcesie REIT na amerykańskim rynku finansowym jest jego dostępność dla indywidualnego inwestora. Na rynku amerykańskim REIT mogą funkcjonować w formie spółek notowanych (*publicly traded*) lub nienotowanych (*non-exchange traded*) na giełdzie papierów wartościowych³. W obu przypadkach podmioty podlegają nadzorowi US Securities and Exchange Commission (SEC – Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd). Udziały REIT niedopuszczonych do obrotu giełdowego można nabyć w drodze oferty, przy czym minimalny próg inwestycji waha się w granicach 1000-2500 USD. Ustawodawca amerykański dopuszcza również działalność prywatnych REIT, które są wyłączone spod nadzoru SEC. W tym przypadku minimalny poziom inwestycji to z reguły od 1000 do 25 000 USD.

Z punktu widzenia rodzaju posiadanych aktywów wyróżnia się trzy rodzaje REIT:

- Equity REIT – majątkowe,
- Mortgage REIT – hipoteczne,
- Hybrid REIT – mieszane.

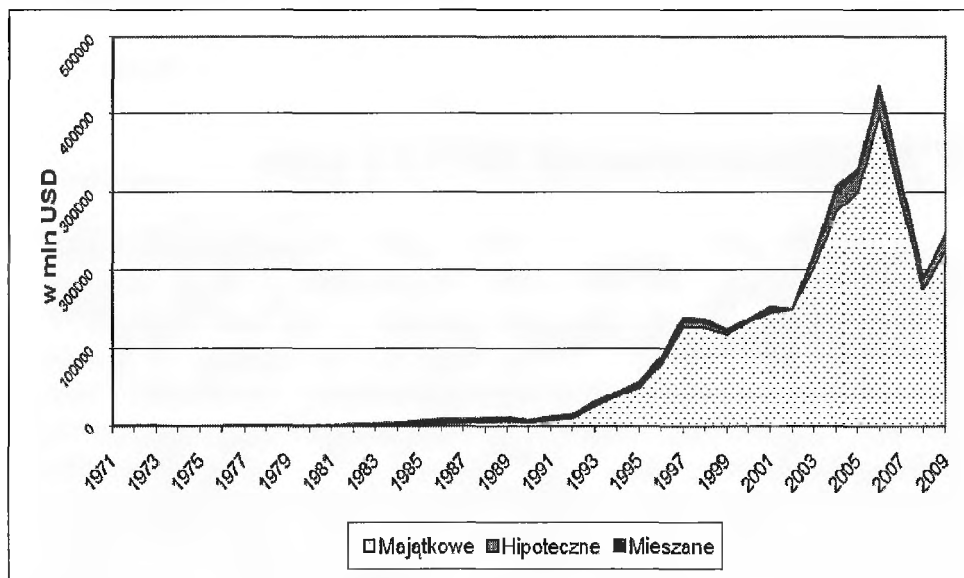
Zasadniczym składnikiem aktywów majątkowych REIT (*Equity REIT*) są nieruchomości, których wynajem pozwala osiągać przychody z czynszu. Często też przychody osiągane są ze specjalistycznej wiedzy zarządzających REIT, która jest wykorzystywana do zarządzania na zlecenie nieruchomościami niestanowiącymi majątku REIT.

REIT hipoteczne (*Mortgage REIT*) koncentrują się na inwestowaniu w instrumenty finansowe bezpośrednio powiązane z rynkiem nieruchomości, do których przede wszystkim zaliczać będziemy udzielane kredyty/pożyczki hipoteczne, ale również nabyte papiery wartościowe, np. *MBSs – Mortgage Backed Securities*, *CDOs – Collateralized Debt Obligations*. Niektóre REIT inwestują, kredytując nieruchomości lub nabywając cudze zobowiązania kredytowe zabezpieczone hipotecznie – wtedy źródłem dochodu REIT są dochody odsetkowe.

REIT mieszane (*Hybrid REIT*) mogą dysponować czy zarządzać składnikami majątku, jakimi są zarówno nieruchomości, jak i instrumenty finansowe powiązane z tym rynkiem. Teoretycznie ten rodzaj REIT daje największe możliwości dywersyfikacji struktury portfela aktywów.

³ NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts: *Characteristics of Publicly Traded REITs, Non-Exchange Traded REITs and Private REITs*, <http://www.nareit.com/about/2007FAQ.pdf>

Strukturę amerykańskiego rynku REIT przedstawia rysunek 1. Widoczna jest jednoznaczna dominacja majątkowych REITs, z którymi amerykański rynek jest utożsamiany. Pozostałe rodzaje REIT stanowią margines rynku, niemający wpływu na jego rozwój. Ponadto można prześledzić dynamikę wzrostu oraz gwałtownego spadku rynkowej wartości REITs, będących przedmiotem obrotu na trzech największych giełdach w USA.



Rys. 1. Zagregowana rynkowa wartość aktywów REIT w obrocie publicznym na New York Stock Exchange, American Stock Exchange oraz NASDAQ National Market List

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *ReitWatch. A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry*. National Association of Real Estate Investment Trusts.

Punktem wyjścia jest rok 2000, kiedy zbankrutowała firma Boo.com, rozpoczynając tym samym tzw. kryzys dotcomów. Pęknięcie bańki spekulacyjnej, jaką okrzyknięto rynek dotcomów, spowodowało spore straty inwestorów indywidualnych, ale wkrótce okazało się, że na rynku istnieją jeszcze spore rezerwy, a inwestorzy chętnie skierowaliby je na rynek obiecujący równie wysoką dochodowość. Tym rynkiem stał się rynek inwestycji w nieruchomości. Tylko na krótko niepewność na rynku finansowym spowodował atak na World Trade Center, natomiast począwszy od 2002 roku rozpoczęła się kilkuletnia hossa. Równolegle – popyt na nieruchomości finansowany wyjątkowo liberalnie dostępnym kredytem przyczynił się do wzrostu ich cen, a zarazem do gwałtownego wzrostu wartości aktywów REITs. Analogicznie do dotcomów,

tempo rozwoju bańki spekulacyjnej było bardzo szybkie, ale skutki jej pęknięcia dużo bardziej dotkliwe. Z jednej strony pojawili się niewypłacalni kredytobiorcy, kredytujące ich banki i agencje rządowe, a z drugiej inwestorzy zaangażowani kapitałowo w REITs. Wszystkich dotknął spadek cen nieruchomości, a zarazem wartości głównych aktywów REITs, który – jak w przypadku każdej bańki spekulacyjnej – był tak gwałtowny, jak wcześniejszy wzrost. Jednakże, w przeciwieństwie do banków, inwestorzy REITs nie otrzymali pomocy publicznej w żadnej formie.

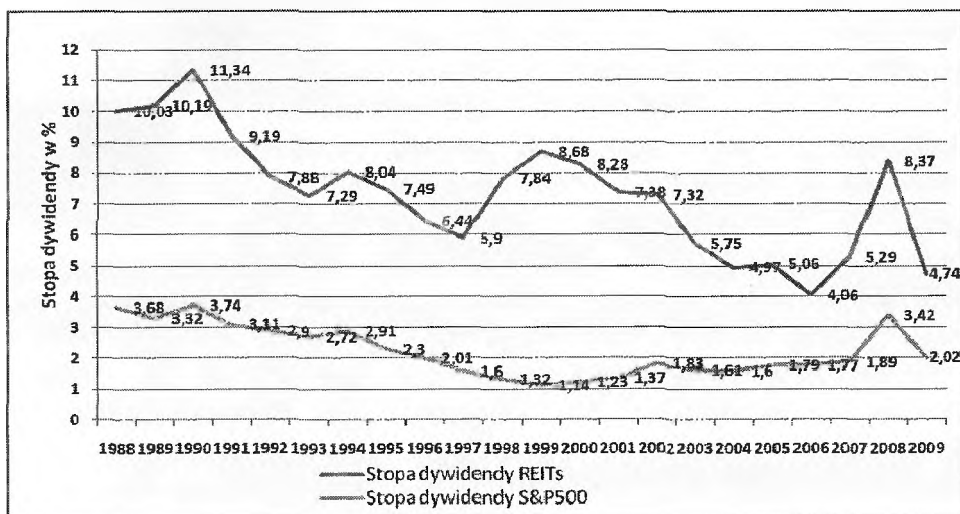
2. Determinanty ekspansji REITs w Europie

Lata 2002-2007, czyli okres niekwestionowanej popularności inwestycji w nieruchomości w USA, były zasadniczą przesłanką wzrostu popularności REITs w Europie. Na fali atrakcyjności inwestycyjnej amerykańskich REITs pojawiło się zainteresowanie tą formą wehikułu inwestycyjnego w większości krajów Europy, a szczególnie w krajach dysponujących największym potencjałem rynku nieruchomości. Sukcesywnie zatem podejmowano prace nad projektami legislacyjnymi struktury REIT, wzorując się na amerykańskim reżimie prawnym. W konsekwencji podjętych prac już w 2003 roku REIT pojawił się we francuskim prawodawstwie. Natomiast rok 2007 obfitował w największe zmiany legislacyjne: REIT pojawił się w Niemczech, Wielkiej Brytanii oraz we Włoszech. Niestety, załamanie na rynku amerykańskich kredytów *subprime* zbiegło się z debiutami REITs w krajach Europy Zachodniej. Uniemożliwiło to oczywiście spektakularny sukces nowej struktury inwestycyjnej na rynku europejskim i na kilkanaście następnych miesięcy zastopowało rozwój REITs w Europie. Dopiero ożywienie gospodarcze w roku 2009 spowodowało powrót do dyskusji nad ewolucją REIT, ze wskazaniem konieczności wypracowania spójnych, jednolitych regulacji prawnych, pozwalających docenić zalety REIT.

Krótki okres funkcjonowania REITs w poszczególnych krajach członkowskich Unii Europejskiej nie pozwolił zweryfikować kilku atrybutów amerykańskich REITs, które pozwoliły zwolennikom tej struktury przeforsować w swoim czasie uchwalone ostatecznie regulacje prawne. Do podstawowych cech amerykańskich REITs, pożądaných również w Europie, zalicza się:

- niską barierę wejścia na rynek REIT dla inwestora indywidualnego – możliwość niskonominatowej inwestycji ze względu na niską cenę jednostkową akcji REITs znajdujących się w publicznym obrocie;

- wysoką płynność rynku, determinowaną ilością i kapitalizacją REITs znajdujących się w publicznym obrocie;
- wyższą średnią stopę dywidendy REITs w porównaniu do stopy dywidendy spółek indeksu S&P500; rysunek 2 pozwala udokumentować przewagę spółek akcyjnych REITs nad spółkami indeksu S&P500 za pomocą stopy dywidendy, ze względu na fakt, iż kluczowy miernik oceny efektywności REITs stanowi sama dywidenda;
- niską korelację między dochodowością majątkowych REITs a dochodowością innych inwestycji, pozwalającą zdywersyfikować portfel inwestycyjny – co jest analizowane w USA od kilkudziesięciu lat. Tabela 1 pozwala wnioskować, iż udział REIT w portfelu inwestycyjnym bardzo dobrze pozwalał zdywersyfikować jego strukturę, gdyż korelacja z wybranymi instrumentami finansowymi jest relatywnie niska;
- jednolity reżim prawny na obszarze Unii Europejskiej pozwoli na dywersyfikację geograficzną portfela inwestycji REITs. Dywersyfikacja taka ochroniła amerykańskie REITs przed jeszcze głębszymi stratami w wyniku kryzysu na rynku nieruchomości w USA⁴.



Rys. 2. Średnia stopa dywidendy publicznych REIT i spółek indeksu S&P500

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: ReitWatch. A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry, National Association of Real Estate Investment Trusts oraz Bloomberg.

⁴ REITs and cross-border property investment. Opening up the International Market for Real Estate and promoting market safety and security. Proposal to the European Commission. ELO – European Landowners' Organization, EPF – European Property Federation, RICS – Royal Institution of Chartered Surveyors, TEGoVA – The European Group of Valuers' Association. 7 April 2009, s. 7.

Tabela 1

Korelacja między dochodowością z Equity REITs oraz z innych inwestycji na rynku USA

	FTSE NAREIT Equity	NASDAQ Composite	S&P 500	ML Corp/Govt Bond	Dow Jones Industrial Average
Okres dla górnego trójkąta: grudzień 1999 – grudzień 2009					
FTSE NAREIT Equity	1,00	0,39	0,59	0,12	0,54
NASDAQ Composite	0,45	1,00	0,81	-0,10	0,69
S&P 500	0,54	0,83	1,00	-0,04	0,95
ML Corp/Govt Bond	0,15	0,10	0,21	1,00	-0,08
Dow Jones Industrial Average	0,51	0,74	0,95	0,17	1,00
Okres dla dolnego trójkąta: grudzień 1979 – grudzień 2009					

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *ReitWatch, A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry*, January 2010, National Association of Real Estate Investment Trusts.

3. Holenderski wzorzec EU REIT

W Europie najwcześniej – bo już w 1969 roku – regulacje prawne pozwalające utworzyć strukturę REIT pojawiły się w Holandii (FBI – Fiscale Beleggingsinstelling). Chronologicznie struktury REIT pojawiły się w prawodawstwie następujących krajów europejskich⁵:

⁵ PriceWatershouseCoopers: *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes. Country summaries*.

- Belgia (SICAFI – Société d’Investissement Immobilière à Capital Fixe) – 1995,
- Grecja (występują dwie formy: REIC – Real Estate Investment Company, oraz REMF – Real Estate Mutual Fund) – 1999,
- Bułgaria (BG-REIT) – 2003,
- Francja (SIIC – Société d’Investissement Immobilier Coté) – 2003,
- Wielka Brytania (UK-REIT) – 2007,
- Niemcy (G-REIT) – 2007,
- Turcja (REIC – Real Estate Investment Company) – 2007,
- Włochy (SIIQ – Società di Investimento Immobiliare Quotata) – 2007,
- Hiszpania (SOCIMI – Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) – 2009.

Wielokrotnie nowelizowane regulacje holenderskie pozwalają na funkcjonowanie struktury REIT najbardziej zbliżonej do amerykańskiego wzorca. Decyduje o tym znaczący liberalizm przyjętych rozwiązań oraz wieloletnie doświadczenie, w przeciwieństwie do pozostałych krajów Unii Europejskiej. Co więcej, rozważana jest dalsza liberalizacja przepisów w celu poprawy konkurencyjności FBI, ponieważ dostrzeżono istotne zagrożenie ze strony funduszy rejestrowanych w Luksemburgu⁶. Model holenderskiego REIT, czyli FBI, jest prosty, przejrzysty i sprzyja rozwojowi tej struktury na rynku finansowym – może zatem stanowić bazę jednolitego reżimu EU REIT.

Holenderskie REIT – FBI mogą podejmować na rynku nieruchomości wszelkie inwestycje, jednakże muszą one mieć charakter pasywny, tzn. wyklucza się aktywność w zakresie obrotu nieruchomościami na zlecenie, jak i działalność deweloperską. Natomiast istotę działalności FBI ma stanowić nabywanie nieruchomości, które będą mieć charakter portfelowy i generować korzyści, oraz wszelkich instrumentów finansowych powiązanych z rynkiem nieruchomości. Ponadto dopuszcza się posiadanie lub zarządzanie przez FBI udziałami podmiotów, które dbają o kondycję i rozwój nieruchomości, m.in. stanowiących majątek FBI – przy czym działalność takiego podmiotu zależnego jest w pełni opodatkowana na poziomie korporacyjnym stawką maksymalną 25,5%. Osiągnięcie statusu FBI odbywa się poprzez zgłoszenie w deklaracji podatkowej (jest to równoznaczne z poddaniem się opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych stawką 0%) – przy czym poddanie się reżimowi prawnemu może nastąpić wraz z początkiem roku finansowego. Nie ma specjalnych ograniczeń wobec podmiotów już funkcjonujących na rynku, a chcących osiągnąć status FBI. W przeciwieństwie do większości krajów UE,

⁶ F. Delcourt, B. Lam: *Pan-European real estate fund*. Deloitte 2009.

gdzie wprowadzono reżim REIT – w Holandii nie wprowadzono tzw. *exit tax*, czyli jednorazowej opłaty pobieranej w momencie przekształcania się spółki w FBI. Nie wprowadzono zatem, istotnej w przypadku wielu innych krajów UE, bariery wejścia na rynek REIT podmiotom chcącym na nim operować.

W holenderskim reżimie prawnym dopuszcza się następujące formy prawne REIT:

- spółka akcyjna – o minimalnym kapitale akcyjnym w wysokości 45 000 euro,
- spółka z ograniczoną odpowiedzialnością – o minimalnym kapitale zakładowym w wysokości 18 000 euro,
- fundusz inwestycyjny – bez ograniczeń co do wysokości kapitału zakładowego,
- podmioty powołane w świetle regulacji krajów Unii Europejskiej, Antyli Holenderskich, Aruby oraz krajów posiadających traktaty podatkowe z Holandią, zawierające porozumienia o braku wzajemnej dyskryminacji – mogą one ubiegać się o status REIT pod warunkiem, że mają charakter zbliżony do holenderskiej spółki akcyjnej, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub funduszu inwestycyjnego.

Ustawodawstwo holenderskie jako jedyne w Unii Europejskiej nie wymaga do FBI statusu publicznego, a co za tym idzie, wysokiej transparentności spółki giełdowej. Wprowadza się jedynie ograniczenia wobec akcjonariuszy, które należy rozpatrywać, uwzględniając rozróżnienie między publicznym i prywatnym FBI. Publicznym jest podmiot, którego akcje są oficjalnie notowane na giełdzie, oraz uznaje się za publiczny FBI, który posiada zezwolenie na emisję akcji i wprowadzenie ich do publicznego obrotu. Jeżeli podmiot nie posiada żadnego z powyższych statusów – ma charakter prywatnego FBI. Publiczne FBI ustawowo podlegają ponadto kontroli ze strony Nadzoru Finansowego, natomiast prywatne mogą, lecz nie muszą temu nadzorowi się poddać.

Ograniczenia w odniesieniu do struktury akcjonariatu są odmienne wobec publicznych i prywatnych FBI. Jeśli FBI ma charakter publiczny, to nie więcej niż 25% kapitału akcyjnego może znajdować się w posiadaniu jednego indywidualnego udziałowca, a nie więcej niż 45% kapitału akcyjnego może być własnością jednego podmiotu lub grupy powiązanych ze sobą podmiotów podlegających podatkowi od osób prawnych, chyba że sama spółka jest notowaną na giełdzie instytucją finansową. Struktura udziałowców w prywatnym FBI powinna być następująca: nie mniej niż 75% kapitału musi być własnością osób fizycznych i/lub podmiotów, które nie podlegają podatkowi od osób prawnych i/lub innego FBI podlegającego nadzorowi finansowemu. Natomiast

indywidualny inwestor może posiadać nie więcej niż 5% udziałów. Ponadto występuje ograniczenie, które dotyczy zarówno publicznych, jak i prywatnych FBI: podmioty – holenderscy rezydenci – nie mogą posiadać w FBI więcej niż 25% udziałów za pośrednictwem funduszu inwestycyjnego-nierezydenta lub innego podmiotu-nierezydenta, którego kapitał jest częściowo lub całkowicie podzielony na akcje.

Regulacji zostały również poddane dwa istotne zagadnienia w działalności FBI: limit zadłużenia/dźwigni finansowej oraz dystrybucja zysków. W pierwszym przypadku nie więcej niż 60% wartości księgowej nieruchomości może być bezpośrednio finansowane z zaciągniętych pożyczek lub kredytów, natomiast inwestycje o innym charakterze limitowane są do 20% wartości księgowej. W kwestii dystrybucji zysków, należącej do najistotniejszych wymogów w reżimie REIT, holenderskie regulacje idą najdalej – 100% zysku musi być rozdzielone pomiędzy akcjonariuszy pod postacią dywidendy w ciągu ośmiu miesięcy od zakończenia roku obrotowego. Wyjątek stanowią zyski z inwestycji kapitałowych, które nie podlegają temu obowiązkowi, jeśli będą mieć charakter rezerwy na reinwestycje. Inwestor musi zapłacić 15% podatku od dywidendy, który należy do jednych z niższych w UE.

4. Ograniczenia rozwoju struktury EU REIT

Europa jest niezwykle zróżnicowanym regionem pod wieloma względami: ekonomicznym, politycznym, jak i społecznym. Koncepcja jednolitego obszaru ekonomicznego osiągnięta jest w oparciu o wytyczne w formie dyrektyw, co gwarantuje zbieżność krajowych regulacji co najmniej w podstawowym zakresie. W zakresie funkcjonowania REIT w Europie nie rozpoczęto implementacji amerykańskiego wzorca na szczeblu Wspólnoty, a wręcz przeciwnie – każdy kraj wypracował własny reżim prawny, w oparciu o co zbudował – w niewielkim zakresie, ale jednak odrębny – subrynek REIT. Nie sprzyja to jednolitemu rozwojowi REIT w Europie, a w wielu przypadkach utrudnia inwestycje transgraniczne. Analizując przepisy prawne konstytuujące europejskie REITs można zauważyć, iż wspólne podejście dotyczy przede wszystkim formy prawnej. Natomiast różnice pojawiają się w wielu innych szczegółowych kwestiach, ważkich dla sprawnego funkcjonowania REIT. Do zasadniczych należą: opodatkowanie, struktura akcjonariatu, poziom finansowania kapitałem obcym.

Kwestia sposobu opodatkowania, a szczególnie uprzywilejowania w tym zakresie należy do szczególnie kontrowersyjnych. W krajach wprowadzających strukturę REIT motywacje ustawodawców były różnorodne. Decyzję za wprowadzeniem reżimu REIT powodowała głównie obawa przed odpływem kapitału do rajów podatkowych. Drugą, równie istotną przesłanką była ogromna obawa o utratę wpływów podatkowych. Zakładano jednakże, iż istotnym pozytywem będzie transparentność działania REIT, co rozwiewało obawy ustawodawców przed nadużyciami podatkowymi.

Podnoszona jest kwestia swobody i konkurencyjności. Korzystanie ze szczególnego uprzywilejowania podatkowego przez REIT w danym kraju wymaga spełnienia wielu specyficznych warunków, co w konsekwencji narusza zasady działania wolnego rynku UE. Istotą zmian w Unii Europejskiej jest cel, jakim jest stworzenie wspólnego, wolnego rynku dla państw członkowskich – do czego przyczynia się likwidacja barier ograniczających swobodny przepływ towarów, usług, osób i kapitału na rynku wewnątrzwspólnotowym. Zasada swobodnego przepływu kapitału oznacza możliwość transferu zysków z jednego do drugiego kraju członkowskiego UE oraz prawo inwestowania i nabywania aktywów rzeczowych i finansowych bez żadnych ograniczeń. Różnorodny reżim prawny REIT w Europie nie pozwala na pełną swobodę⁷. W większości państw członkowskich (np. Belgia, Włochy, Niemcy) REIT musi być zarejestrowany zgodnie z obowiązującym prawem krajowym. Oznacza to, iż struktury REIT nie są rozpoznawane i wzajemnie uznawane w obrębie krajów Unii Europejskiej. Ograniczeń takich nie wprowadzono jedynie we Francji i Holandii. Podobnym przykładem rozbieżności z prawem UE są wymagania dotyczące siedziby i rezydencji podatkowej. W Belgii, Niemczech czy Wielkiej Brytanii wymagany jest status rezydenta, aby spółka mogła kwalifikować się jako REIT.

Aby przeciwdziałać powyższym utrudnieniom, pojawiła się wspólna koncepcja ujednolicenia zróżnicowanych reżimów, która w przyszłości byłaby bazą dla dyrektywy w sprawie REIT⁸. Pierwsze propozycje jednolitych rozwiązań w zakresie struktury REIT powinny opierać się na kilku zasadach:

⁷ Jak wykazuje raport, różnorodność regulacji powoduje, iż ze względów podatkowych odmiennie traktowani są akcjonariusze rezydenci, jak i nierezydenci, mający status osoby fizycznej czy prawnej. P. Eichholtz, N. Kok: *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate. A research report for the European Landowners' Organization, the European Property Federation, the Royal Institution of Chartered Surveyors, The European Group of Valuers' Associations, and the Urban Land Institute Europe*. Maastricht University 2007.

⁸ *REITs and cross-border property investment. Opening up the International Market for Real Estate and promoting market safety and security. Proposal to the European Commission*. ELO – European Landowners' Organization, EPF – European Property Federation, RICS – Royal Institution of Chartered Surveyors, TEGoVA – The European Group of Valuers' Association, 7 April 2009, s. 11.

- zasada bezpośredniego przepływu (*flow-through principle*). Fundamentalną zasadą struktury EU REIT – bez względu na kraj członkowski UE – jest udostępnianie inwestycji na rynku nieruchomości inwestorom o bardzo zróżnicowanym statusie podatkowym. Jeżeli dana inwestycja będzie mieć charakter transgranicznej – będą obowiązywać regulacje podatkowe kraju, w którym nieruchomość jest zlokalizowana (*situs taxes*);
- zasada jasnego podziału (*fair share principle*). Konieczne jest, aby każde państwo członkowskie potrafiło pobierać podatek zarówno z tytułu przychodów z czynszu, jak i ze sprzedaży nieruchomości. Dotychczasowe rozwiązania powodowały znaczną redukcję inwestycji w nieruchomości, które były sprzedawane dla osiągnięcia doraźnych korzyści ze wzrostu cen;
- postulat prostych zmian w przepisach, możliwych do wprowadzenia oraz adaptacji w dotychczasowym reżimie REIT w danym kraju członkowskim, zamiast znacznej przebudowy regulacji;
- postulat niewprowadzania zmian w już funkcjonujących porozumieniach dotyczących unikania podwójnego opodatkowania, pozwalający zachować dotychczasowe *status quo*.

Zakończenie

Wszystkie organizacje lobbujące za ukonstytuowaniem i wprowadzeniem jednolitych rozwiązań instytucjonalno-prawnych na terenie Unii Europejskiej⁹ mają świadomość, iż obecny klimat zastoju postkryzysowego nie sprzyja wdrażaniu żadnych nowości. Dotychczasowe prace nad spójnym projektem koncepcji EUREIT są zaledwie na wstępnym etapie i mają charakter konstatacji oraz postulatów. Przyczynia się do tego brak wspólnego głosu i determinacji. W poszczególnych krajach UE rynek REIT jest w bardzo różnym stadium rozwoju; w większości państw REIT formalnie pojawił się na rynku finansowym w latach 2002-2007, na fali światowej koniunktury oraz boomu na amerykańskim rynku nieruchomości. W wielu krajach, np. w Polsce, celem wdrożenia krajowego reżimu REIT nie podjęto żadnych systemowych działań. Powszechne jest jednak przekonanie, iż zmiany są konieczne i nieuchronne, a ostatni kryzys, który miał swoją genezę właśnie na rynku nieru-

⁹ ELO – European Landowners' Organization, EPF – European Property Federation, RICS – Royal Institution of Chartered Surveyors, TEGoVA – The European Group of Valuers' Association.

chomości, jedynie je przyspieszył. Kryzys w znacznie szybszym tempie obnażył braki rozwiązań prawnych, które utrudniają rozwój swobodnej konkurencji i migracji kapitału na rynku inwestycji w nieruchomości jako integralnej części rynku kapitałowego. Dlatego też, zanim projekt dyrektywy określającej minimalne wymogi reżimu dla EU REIT zostanie opracowany, zasadne jest wprowadzenie nowelizacji w poszczególnych krajach członkowskich UE w zakresie pozwalających choć w minimalnym stopniu osiągnąć podmiotową i przedmiotową harmonizację.

Literatura

CMS: *REITs: A comparative approach throughout Europe.*

Delcourt F., Lam B.: *Pan-European real estate fund.* Deloitte 2009.

Eichholtz P., Kok N.: *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate. A research report for the European Landowners' Organization, the European Property Federation, the Royal Institution of Chartered Surveyors, The European Group of Valuers' Associations, and the Urban Land Institute Europe,* Maastricht University 2007.

Graff R.A.: *Economic Analysis Suggests that REIT Investment Characteristics are Not as Advertised.* „Journal of Real Estate Portfolio Management”, 2001, Vol. 7, No. 2.

PriceWatershouseCoopers: *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes. Country summaries.*

REITs and cross-border property investment. Opening up the International Market for Real Estate and promoting market safety and security. Proposal to the European Commission. ELO – European Landowners' Organization, EPF – European Property Federation, RICS – Royal Institution of Chartered Surveyors, TEGoVA – The European Group of Valuers' Association, 7 April 2009.

THE CONCEPT OF EU-REIT – THE ANALYSIS OF THE REAL ESTATE INVESTMENT TRUST DEVELOPMENT DETERMINANTS

Summary

This paper presents the main idea, the construction and law regulations connected with the Real Estate Investment Trust – REIT – an investment vehicle organized often in a form of joint-stock, offering the possibility of indirect investment on the real estate market, even for investors with small amounts of capital. The first REITs were established in USA in 1960's but they become very popular at the beginning of the XXI century. In each of the UE member states different law regulations are applied to REIT, thus cross-border investments are hampered. In order to improve the situation, the concept of the single law regime – the EU-REIT is prepared. However, the main obstacle in this process of law unification is connected with the differences in tax regulations in member states.

ZŁOTO JAKO FORMA LOKATY W WARUNKACH KRYZYSU FINANSOWEGO

Wstęp

Złoto od lat było postrzegane jako bezpieczny instrument lokowania kapitału. Z uwagi na stały wzrost cen kruszcu banki centralne utrzymują część swoich rezerw dewizowych w złocie. Według analityków, w dobie zawirowań finansowych inwestycja w złoto jest dobrym sposobem na zdywersyfikowanie portfela oszczędności. Rozwój instrumentów finansowych spowodował, że na rynku złota można inwestować na wiele sposobów, a od wyboru formy inwestycji zależy zysk inwestora.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie, jaki wpływ miał kryzys finansowy w okresie od 2007 do 2009 roku na zmiany cen inwestycji na rynku złota.

1. Skutki kryzysu finansowego dla giełd papierów wartościowych

Kryzysy finansowe są immanentną cechą każdego rynkowego systemu finansowego. Od wieków stanowią one nieodłączną część rzeczywistości gospodarczej świata. Ich liczba rosła wraz z czasem, a na sile przybrały szczególnie w drugiej połowie XX wieku. Do największych należy zaliczyć kryzys w Stanach Zjednoczonych z roku 1929, światowy kryzys z lat 1974-1975 wywołany upadkiem systemu z Bretton Woods, czy tzw. kryzys naftowy z przełomu lat 70. i 80. XX wieku. Kolejnym kryzysem mającym duże znaczenie dla światowych systemów finansowych okazał się kryzys z lat 2007-2009¹.

¹ W. Nawrot: *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2009, s. 19-20.

Skutkami kryzysu dotknięte zostały największe instytucje finansowe Stanów Zjednoczonych Ameryki. W jego efekcie zbankrutowały dwa fundusze należące do Bear Stearns, czwarty co do wielkości bank inwestycyjny USA – Lehman Brothers oraz Washington Mutual, a główne banki USA, jak Merrill Lynch, Goldman Sachs czy Morgan Stanley, zostały dokapitalizowane przez rząd amerykański. Całkowicie znacjonalizowane zostały fundusze poręczeniowe Fannie Mae i Freddie Mac. Kryzys dotknął również kraje europejskie, przy czym najbardziej ucierpiała Islandia.

Skutki kryzysu nie ominęły rynku papierów wartościowych. Wraz z wybuchem globalnego kryzysu finansowego załamały się rynki akcji w wielu krajach świata. Poważne spadki odnotowały zarówno giełdy w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania), również giełdy strefy euro i krajów azjatyckich oraz warszawska GPW – zob. rysunek 1, 2 i 3². Wartości głównych indeksów giełdowych spadły od połowy 2007 roku do lutego 2009 roku o ponad 50%.



Rys. 1. Wartość indeksu DJIA w latach 2000-2010

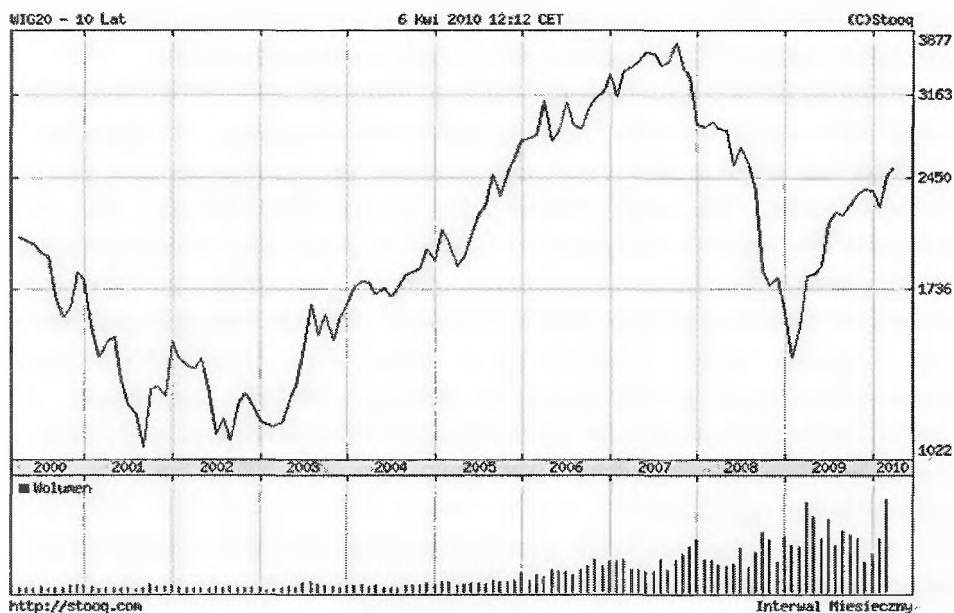
Źródło: <http://stooq.pl> (dostęp 30 kwietnia 2010 r.).

² Por. *ibid.*, s. 19-103.



Rys. 2. Wartość indeksu DAX w latach 2000-2010

Źródło: Ibid. (dostęp 6 kwietnia 2010 r.).



Rys. 3. Wartość indeksu WIG20 w latach 2000-2010

Źródło: Ibid.

2. Charakterystyka wybranych form inwestycji na rynku złota

Rozwijające się w XX wieku rynki, w tym szczególnie rynki finansowe, wykształciły wiele form inwestowania. Inżynieria finansowa zajmująca się kreowaniem nowych instrumentów tworzy kolejne, nowe możliwości lokowania kapitału na rynkach finansowych. Inwestycje te nie ograniczają się jednak tylko do rynku finansowego. Szerokie możliwości lokacji kapitału dla potencjalnych inwestorów stwarzają rozwinięte rynki nieruchomości oraz ruchomości inwestycyjnych. Złoto plasuje się zarówno wśród ruchomości inwestycyjnych jako sztabki, monety, jak i na rynku finansowym, gdzie jest towarem, na którym opierają się instrumenty finansowe. Na światowych giełdach są bowiem notowane kontrakty terminowe i opcje oparte na złocie. Również akcje czy jednostki funduszy inwestycyjnych mogą być inwestycją pochodną na rynku złota. Inwestycje w złoto można zatem podzielić na dwie grupy: inwestycje bezpośrednie i pośrednie. Inwestycje bezpośrednie to przede wszystkim zakup sztabek i monet, zarówno lokacyjnych, jak i kolekcjonerskich. Do tego rodzaju inwestycji zalicza się również złoto pod inną postacią, jak biżuteria czy inne wyroby ze złota, jednak należy zaznaczyć, że motywem zakupu tych ostatnich jest cel użytkowy.

Do lokacyjnych i kolekcjonerskich wyrobów ze złota zalicza się: sztabki lokacyjne, monety bulionowe, sztabki i monety kolekcjonerskie.

Sztabka lokacyjna to bryła czystego złota (próbna 99,99%); najczęstsza waga to 1 uncja trojańska. Najczęściej drobni inwestorzy wybierają sztabki z przedziału wagowego od 1 do 100 gramów, jednak częściej produkuje się sztabki o wadze 400 uncji (12,4 kg). Do ceny, za jaką nabywane są sztabki, oprócz samej wartości kruszcu, doliczyć należy koszty zaprojektowania, stempla mennicy (tzw. koszty bicia) oraz prowizję sprzedającego³. Im cięższa sztabka, tym koszty te są procentowo niższe. *Moneta lokacyjna (bulionowa)* jest rodzajem monety bitej za zgodą władz przez mennicę państwową, w nieograniczonych z góry nakładach. Monety tego typu przeznaczone są na cele inwestycyjne (lokacyjne)⁴, a ich cena jest ściśle powiązana z ceną kruszcu, z jakiego moneta ta jest wyprodukowana. Cena złota lokacyjnego jest ściśle powiązana z ceną kruszcu.

Monety kolekcjonerskie i sztabki kolekcjonerskie są to monety lub sztaby złota bite przy okazji upamiętnienia historycznych wydarzeń, ich rocznic, bądź

³ <http://www.financeosobiste.pl>: Pewność, bezpieczeństwo, zysk (dostęp: 24 września 2006 r.).

⁴ <http://www.e-numizmatyka.pl> (dostęp: 14 marca 2007 r.).

z wizerunkiem znanych osób (najczęściej władców). Ograniczenie z góry nakładu sprawia, że cena wzrasta bardziej ze względu na kolekcjonerski charakter tych przedmiotów niż kruszec, z którego jest wykonana. Szczególnie monety kolekcjonerskie jako inwestycja posiadają rzadko spotykaną zaletę. Nie zdarza się, by cena złotej monety na rynku wtórnym była niższa niż cena emisyjna, czyli na takiej inwestycji w praktyce nie można stracić. Wartości rynkowej wyrobów kolekcjonerskich nie da się opisać za pomocą wzorów ekonomicznych, co sprawia, że wyodrębnienie wpływu ceny złota na ich wartość jest znacznie utrudnione.

Do inwestycji pośrednich w złoto zalicza się: zakup akcji kopalń złota, zakup jednostek funduszy inwestycyjnych, inwestycje za pośrednictwem derivatów oraz produkty strukturyzowane oparte na złocie.

Pierwszą z inwestycji pośrednich w złoto są akcje przedsiębiorstw wydobywających złoto. Najstarszą z notowanych na światowych giełdach spółek wydobywczych jest DRDGOLD Ltd. z siedzibą w RPA, która powstała w 1895 roku jako Durban Roodepoort Deep, Limited⁵. W zasadzie już wtedy można było dokonywać inwestycji pośrednich na rynku złota poprzez zakup akcji tej właśnie korporacji, jednak przed 1971 rokiem znacznie większy wpływ na ich wartość miała sytuacja wewnętrzna firmy niż cena złota. Ceny akcji spółek wydobywczych do 2007 roku były istotnie skorelowane z cenami złota. Korelacja ta wynosiła ponad 90%, ale w krótkich okresach zdarzało się, że ceny akcji były rozbieżne z cenami złota. Akcje tych przedsiębiorstw są obecnie notowane na większości światowych giełd, np. na New York Stock Exchange (NYSE) notowane są m.in. akcje Goldcorporation INC., Kinross Gold Corp., Newmont Mining Corp.⁶. Stworzony został nawet indeks Amex Gold BUGS Index, który skupia spółki wydobywające złoto. Niewątpliwymi zaletami inwestycji na rynku złota poprzez zakup akcji są: prosta forma zakupu akcji oraz niskie koszty transakcyjne i utrzymywania inwestycji. Z drugiej strony zakup akcji obciążony jest ryzykiem związanym z sytuacją wewnętrzną danej korporacji, co może mieć negatywny wpływ na cenę akcji.

Fundusze inwestujące na rynku złota zaliczane są do wyspecjalizowanych funduszy branżowych. W swoim portfelu posiadają akcje spółek wydobywających złoto oraz inne metale szlachetne (np. platynę, srebro), czasami ich portfele są zasilane również akcjami spółek wydobywających inne surowce, np. miedź lub ropę naftową. Wykorzystują także do celów zarówno zabezpieczających, jak i spekulacyjnych kontrakty terminowe, jednak nie mają one

⁵ <http://www.finance.yahoo.com> (dostęp: 2 maja 2007 r.).

⁶ *Działalność doradcza w obszarze instrumentów rynku finansowego*. Red. K. Znaniecka, J. Cichorska. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2008, s. 111.

dużego udziału w całości portfela. Takimi funduszami są m.in.: Merrill Lynch World Gold Fund, którego jednostki uczestnictwa oferuje Deutsche Bank; Investor Gold FIZ czy też niedostępne w Polsce: Franklin Gold and Precious Metals Fund i Oppenheimer Gold & Special Minerals Fund. Inwestycja na rynku złota za pośrednictwem wyspecjalizowanych funduszy inwestycyjnych posiada te same zalety co zakup akcji, przy czym dodatkowo dywersyfikuje ryzyko związane z wewnętrzną sytuacją kopalń złota. Fundusze posiadają akcje kilkunastu spółek, co powoduje, że problemy jednej z nich nie mają aż tak negatywnego wpływu na wycenę jednostek funduszu. Wartość jednostek uczestnictwa odzwierciedla również indeks Amex Gold BUGS Index.

Do derywatów umożliwiających pośrednie inwestowanie w złoto należą przede wszystkim *kontrakty futures* i *opcje*. Kontraktami typu futures i opcjami na złoto handluje się na siedmiu giełdach na świecie. Jako pierwsza obrót nimi rozpoczęła giełda CBOT (Chicago Board of Trade) 31 grudnia 1974 roku. Najpierw wartość jednego kontraktu opiewała na 3 kg złota. 20 lutego 1979 roku został wprowadzony kontrakt na 100 uncji⁷. Z dniem 8 września 2008 roku handel ten został przeniesiony na nowojorską giełdę NYMEX (New York Mercantile Exchange). Wydzielony na niej został segment COMEX – kontrakty opiewają tam na 1 uncję kruszcu oraz – po przejęciu części obrotu od giełdy CBOT – również na 50 i 100 uncji⁸. W Europie Środkowo-Wschodniej kontraktami handluje się na węgierskiej giełdzie w Budapeszcie (Budapest Stock Exchange). Kontrakty opiewają na 1 kg kruszcu. Obrót nimi został wprowadzony 20 kwietnia 2006 roku. W Ameryce Południowej jedyną giełdą, na której można handlować kontraktami na złoto, jest brazylijska giełda BM&F (Brazilian Mercantile and Futures Exchange). Kontrakty opiewają na 250 g złota. Kontrakty na złoto notowane są także na tureckiej giełdzie Istanbul Gold Exchange (ISG). Została ona założona w 1993 roku, natomiast pierwsze notowanie kontraktów opiewających na 100 g złota miało miejsce 3 marca 1995 roku. W Azji derywatami opartymi na złocie handluje się w trzech krajach: Korei, Japonii i Indiach. Na giełdzie Korean Stock Exchange wydzielony jest segment dla opcji i kontraktów terminowych – KOFEX. Od 23 kwietnia 1999 roku kontrakty terminowe w Korei opiewają na 1 kg złota. W Japonii złotem handluje się głównie na giełdzie TOCOM (Tokyo Commodity Exchange), gdzie kontrakty opiewają na 1 kg kruszcu. Handel nimi odbywa się od 1982 roku. W Indiach obrót kontraktami terminowymi został zapoczątkowany w 2004 roku na giełdzie Dubai Gold and Commodities Exchange. Kontrakty opiewają

⁷ <http://www.cbot.com> (dostęp: 28 kwietnia 2008 r.).

⁸ <http://www.nymex.com> (dostęp: 22 listopada 2008 r.).

na 1 kg złota⁹. Cena derywatów opartych na złocie zależy bezpośrednio od ceny złota na światowych giełdach.

Inwestycją na rynku złota są również *produkty strukturyzowane*, których jednym z elementów jest instrument oparty na złocie. Zwykle jest to kontrakt terminowy lub opcja. Ich wartość jest uzależniona od ceny złota na światowych giełdach¹⁰.

3. Wpływ kryzysu na ceny form inwestycji na rynku złota

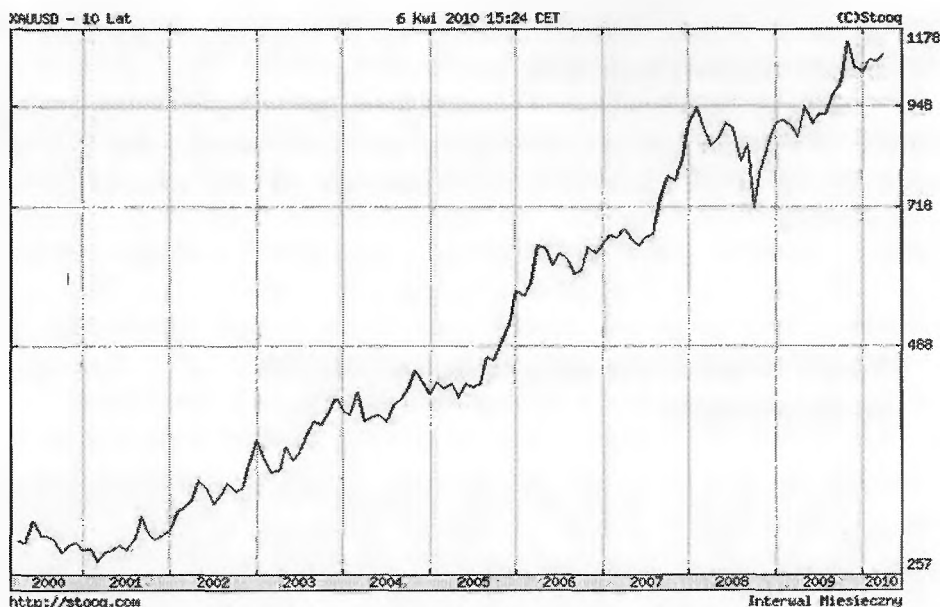
Złoto od lat postrzegane jest jako zabezpieczenie przed inflacją i spadkiem siły nabywczej. Uważa się, że podczas zawirowań na rynkach finansowych złoto nie poddaje się ogólnej tendencji, a jego wartość rośnie¹¹. W pierwszej dekadzie XXI wieku cena złota na światowych giełdach wzrosła z 300 do ponad 1100 dolarów za uncję. Najniższą cenę złota w XXI wieku – 257 dolarów za uncję zanotowano w pierwszej połowie 2001 roku. W następnych latach cena zaczęła szybciej rosnąć, osiągając w 2005 roku ponad 600 dolarów za uncję. W chwili wybuchu kryzysu finansowego w połowie roku 2007 cena złota znacznie wzrosła, a w marcu 2008 roku przekroczyła poziom 1000 dolarów za uncję. W latach 2007-2009, kiedy wartości indeksów giełdowych odnotowały 50-procentowy spadek, cena złota wzrosła z 700 dolarów do około 950 dolarów za uncję. W pierwszej połowie 2009 roku tendencja na światowych giełdach odwróciła się – indeksy zaczęły rosnąć, w tym okresie również rosły ceny złota (zob. rysunek 4 i 5).

Zmiany wartości akcji kopalń złota odzwierciedla indeks AMEX Gold BUGS Index, w którego skład wchodzi koszyk 15 spółek zajmujących się wydobyciem złota. Największy udział w nim mają Barrick Corp., Goldcorp Inc. oraz Newmont Mining (w sumie ponad 40%). HUI (popularna nazwa indeksu) został wprowadzony 15 marca 1996 roku.

⁹ Zob. *Działalność doradcza...*, op. cit., s. 118.

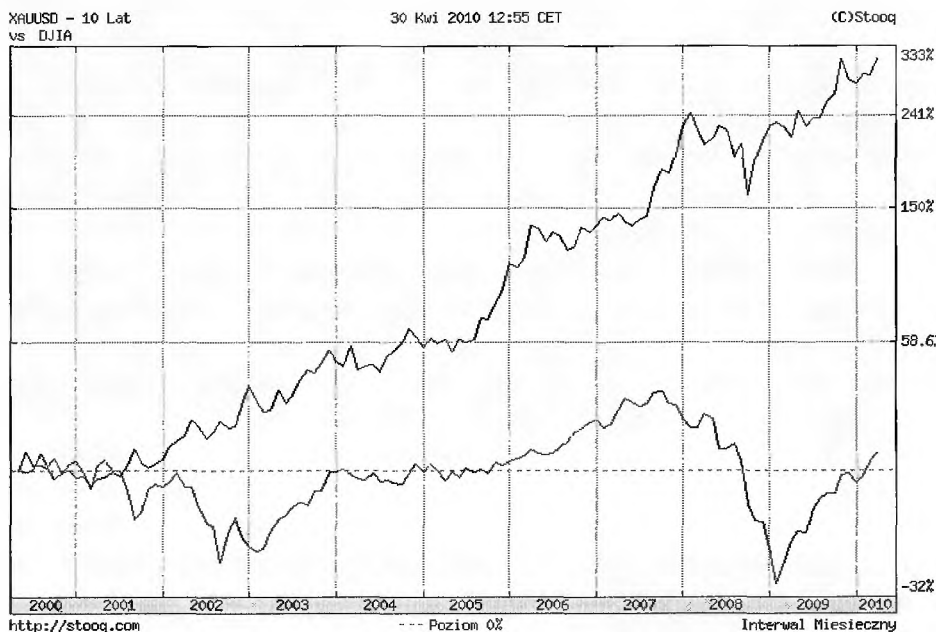
¹⁰ <http://www.finanscosobiste.pl> (dostęp: 11 listopada 2008 r.).

¹¹ *Inwestycje alternatywne*. Rcd. I. Pruchnicka-Grabias. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2008, s. 179-183.



Rys. 4. Cena złota w latach 2000-2010 (w dolarach za uncję)

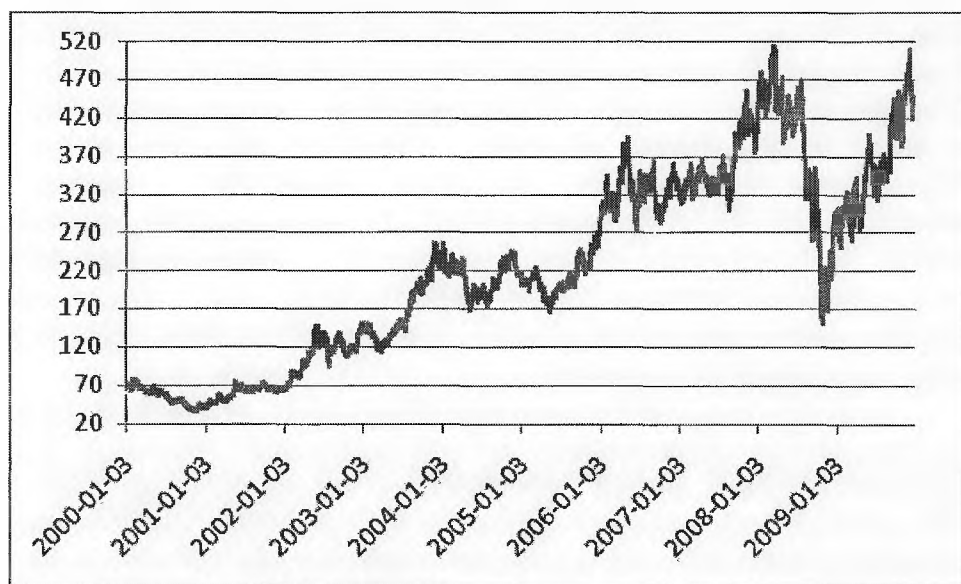
Źródło: Ibid.



Rys. 5. Cena złota oraz wartość indeksu DJIA lat 2000-2010

Źródło: Ibid. (dostęp 30 kwietnia 2010 r.).

Wartość indeksu AMEX Gold BUGS Index, przedstawiona na rysunku 6, kształtowała się w sposób zbliżony do wartości złota. W okresie od 2001 do 2008 roku stale rosła, z poziomu 50 do blisko 520 punktów. Najniższa wartość indeksu w latach 2007-2009 odnotowana została w drugiej połowie 2008 roku na poziomie nieco poniżej 170 punktów. Spadek wartości indeksu był jednak znacznie mocniejszy niż ceny złota. Natomiast w drugiej połowie 2009 roku nastąpił wzrost wartości indeksu do poziomu ponad 500 punktów. 31 grudnia 2009 roku wartość indeksu kształtowała się na poziomie 430 punktów. Indeks HUI najwyższą wartość odnotował w czwartym kwartale 2008 roku, natomiast indeksy DJIA (Dow Jones Industrial Average) oraz DAX w drugiej połowie 2007 roku. Najniższa wartość indeksu AMEX Gold BUGS Index została zanotowana w 2008 roku i nastąpiła wcześniej niż wystąpiło lokalne minimum najważniejszych światowych indeksów. DAX, DJIA oraz WIG20 swoje minima osiągnęły w lutym 2009 roku. Wartości minimów i maksimów indeksu HUI przypadają na okresy najniższych i najwyższych cen złota, natomiast skala spadku indeksu z roku 2008 (o ponad 60%) przypomina skalę spadków indeksów giełdowych, a nie skalę przeceny na rynku złota.



Rys. 6. Wartość indeksu AMEX Gold BUGS Index w latach 2000-2009

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <http://finance.yahoo.com> (dostęp 6 kwietnia 2010 r.).

Tabela 1

Korelacje indeksów giełdowych oraz form inwestycji na rynku złota

		WIG20	DJIA	GOLD SPOT
1996-2002	AMEX GOLD	71,80%	40,04%	96,85%
	GOLD SPOT	68,77%	51,63%	100,00%
2002-2007	AMEX GOLD	81,35%	89,10%	96,23%
	GOLD SPOT	90,13%	91,41%	100,00%
2007-2009	AMEX GOLD	21,88%	75,96%	46,05%
	GOLD SPOT	-60,07%	18,62%	100,00%

W okresie od 2002 do 2007 roku indeksy giełdowe, w tym indeks odzwierciedlający wartość korporacji wydobywających złoto, były silnie skorelowane z cenami złota, na poziomie 90%-96%. W okresie kryzysu (2007-2009) analizowane związki korelacyjne się zmieniły. Zależność pomiędzy indeksem WIG20 a ceną złota była odwrotna. Znacznie osłabła siła zależności pomiędzy ceną złota a wartością indeksu giełdowego AMEX Gold BUGS Index, natomiast dodatnia korelacja pomiędzy indeksami HUI a DJIA tylko nieznacznie straciła na sile. W okresie od 1996 roku do 2002 roku wartość indeksu AMEX Gold BUGS Index była silniej skorelowana z ceną złota niż z indeksem DJIA. W okresie od 2007 roku do 2009 roku wyraźnie zaznacza się zmiana zależności pomiędzy wartością indeksu HUI oraz ceną złota i wartością indeksu DJIA. W okresie kryzysu finansowego wartość indeksu akcji była znacznie silniej skorelowana z innymi indeksami akcji niż ceną samego złota, co we wcześniejszym okresie nie zostało zaobserwowane. W wyniku zachodzących zmian większy wpływ na wartości inwestycji pośrednich na rynku złota miała sytuacja na światowych giełdach niż na rynku złota, w efekcie czego dywersyfikacja portfela inwestycyjnego za pomocą akcji kopalń złota lub jednostek funduszy rynku złota okazała się nieskuteczna.

Inwestycje bezpośrednie oraz za pośrednictwem derywatów, dzięki ujemnej oraz słabej korelacji z indeksami giełdowymi, umożliwiły inwestorom skuteczną dywersyfikację portfela oszczędności. Wzrost cen złota w latach 2007-2009 pozwolił zrekompensować spadki cen akcji na giełdach papierów wartościowych, natomiast zakup akcji kopalń złota oraz jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych inwestujących w złoto nie umożliwiły aż tak skutecznej dywersyfikacji portfela oszczędności w okresie kryzysu. Główną przyczyną takiej różnicy był spadek siły korelacji tych inwestycji z cenami złota.

Wzrost cen papierów wartościowych, napędzany wzrostem cen kruszcu, tylko do końca 2007 roku przełożył się na utrzymanie wysokiej wartości cen akcji. Spadek siły korelacji z cenami złota, a wzrost siły korelacji z wartościami indeksów (dotyczy przede wszystkim rynku amerykańskiego) spowodował, że w okresie kryzysu ceny akcji kopalń złota również spadały. Pomimo znacznie mocniejszego wzrostu cen akcji korporacji wydobywających złoto w 2009 roku, ich rola jako instrumentu dywersyfikującego portfel oszczędności zmniejszyła się. Zakup akcji korporacji wydobywających złoto nie pozwolił w takim stopniu, jak bezpośrednie formy inwestycji na rynku złota, zrekomensować strat, jakie przyniósł spadek cen pozostałych akcji.

Zakończenie

W latach kryzysu finansowego złoto w formie lokacyjnej mogło z powodzeniem być wykorzystywane jako składnik portfela, który chroni inwestora przed potencjalnymi stratami. Inwestycje pośrednie na rynku złota (akcje i fundusze inwestycyjne) były mniej korzystnym rodzajem inwestycji. Ceny tych akcji oraz wartości jednostek funduszy inwestycyjnych w okresie kryzysu spadły. Skala spadku ich wartości była porównywalna ze skalą spadku indeksów giełdowych. Wpływ na to miało zmniejszenie się korelacji cen inwestycji pośrednich z cenami złota oraz zwiększenie siły korelacji pomiędzy wartościami indeksów giełdowych a cenami akcji korporacji wydobywających złoto.

Literatura

Działalność doradcza w obszarze instrumentów rynku finansowego. Red. K. Znaniecka, J. Cichorska. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2008.

Inwestycje alternatywne. Red. I. Pruchnicka-Grabias. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2008.

Nawrot W.: *Globalny kryzys finansowy XXI wieku.* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2009.

<http://www.financeosobiste.pl>: „Pewność, bezpieczeństwo, zysk”

<http://www.stooq.pl>

<http://finance.yahoo.com>

<http://www.financeosobiste.pl>

<http://www.e-numizmatyka.pl>

<http://www.cbot.com>

<http://www.nymex.com>

GOLD AS A FORM OF INVESTMENT DURING THE FINANCIAL CRISES

Summary

The financial crisis caused a significant stock price decrease on the global markets. A considerable decrease of stock index on the stock exchange is a good proof of this. The gold which has been considered for the centuries as a stabilizing component of all the investments made it possible for the investors to diversify their investment portfolio. During 2007 and 2009 the gold price was increasing. The direct investment allowed for more effective diversification of savings than the indirect investment. Some factors had a major impact on that situation, for example: correlation between the price of the corporate stocks extracting gold was weakened, while the relation between stock index and the price of this stock was strengthened.

FINANSOWANIE POLSKIEGO BUDOWNICTWA CZYNSZOWEGO W ŚWIECIE NOWEJ REFORMY MIESZKANIOWEJ. IMPLIKACJE DLA RYNKU FINANSOWEGO¹

Wprowadzenie

Kwestia finansowania budownictwa czynszowego, zwanego też społecznym budownictwem mieszkaniowym, od wieków jest tematem dyskusji na gruncie teoretycznym i praktycznym. Stosowane na świecie mechanizmy i instrumenty finansowania potrzeb mieszkaniowych średnio- i niskodochodowych gospodarstw domowych częstokroć są adaptowane w wielu krajach. Polska polityka mieszkaniowa nie wypracowała dotychczas własnego rozwiązania problemu największej w UE luki mieszkaniowej, a zaimplementowane w XX wieku rozwiązania zagraniczne nie przynosiły oczekiwanych efektów. Światowy kryzys finansowy z pierwszej dekady XXI wieku unaoczniał, jak ważne jest finansowanie budownictwa czynszowego dla gospodarstw domowych, których nie stać na wynajem lub zakup mieszkania po cenach rynkowych. Stąd też propozycje polskiego rządu przedstawione pod koniec listopada 2009 roku, dotyczące przeprowadzenia gruntownej reformy budownictwa społecznego, należy poddać krytycznej ocenie, wskazując zarówno na słabe, jak i mocne strony zapowiadanych działań. W związku z tym artykuł ma na celu zaprezentowanie ogólnych założeń wspomnianej reformy budownictwa społecznego ze wskazaniem autorskich propozycji jej uzupełnienia. Ponieważ finansowanie budownictwa czynszowego wymaga zaangażowania nie tylko instrumentów polityki mieszkaniowej, ale także instytucji rynku finansowego, stąd też w artykule przedstawione zostały także implikacje wprowadzenia

¹ Niniejsze opracowanie powstało w ramach pracy naukowej finansowanej ze środków budżetowych na naukę w latach 2009-2010 jako projekt badawczy habilitacyjny nr N N113 130637 pt. *Innowacyjne metody finansowania społecznego budownictwa mieszkaniowego*.

reformy mieszkaniowej dla polskiego rynku finansowego. Mając na uwadze powyższe, autorka postawiła następującą hipotezę badawczą: bez stabilnego systemu gwarancyjnego reforma mieszkaniowa nie przyczyni się do zmniejszenia deficytu mieszkaniowego oraz nie wpłynie na ożywienie rynku mieszkań na wynajem.

1. Stan i uwarunkowania rozwoju budownictwa czynszowego w Polsce w I dekadzie XXI wieku

Budownictwo czynszowe wiąże się z budowaniem niskoczynszowych lokali mieszkalnych z przeznaczeniem na wynajem. W Polsce realizowane jest ono obecnie przez gminy oraz przez towarzystwa budownictwa społecznego i przeznaczone jest na wynajem osobom o średnich i niskich dochodach. Budownictwo czynszowe może być także realizowane przez deweloperów na zasadach wolnorynkowych. Jednakże stawki czynszu w takich lokalach nie mogą być całkowicie dowolne. Według autorki w obecnym ustawodawstwie istnieje potrzeba przyjęcia nowej definicji społecznego budownictwa mieszkaniowego, która będzie zgodna z obowiązującymi przepisami prawa w Unii Europejskiej i która pozwoli przyczynić się do powodzenia zapowiadanej reformy mieszkaniowej. Na potrzeby niniejszego opracowania autorka przyjęła, iż społeczne budownictwo mieszkaniowe jest to sektor budownictwa mieszkaniowego, którego zasoby kierowane są głównie do niezamożnych i średniozamożnych gospodarstw domowych, i które finansowane jest w całości lub w części ze środków publicznych lub prywatnych. Głównymi determinantami społecznego budownictwa mieszkaniowego są:

- nisko- i średnioczynszowe zasoby mieszkaniowe na wynajem (prywatne lub publiczne) z możliwością zastosowania opcji kupna po upływie określonego czasu najmu,
- społeczne organizacje mieszkaniowe non-profit, jak i te działające dla zysku, których celem jest tworzenie społecznych zasobów mieszkaniowych i zarządzanie nimi,
- nisko- i średniozamożna grupa docelowa lokatorów podlegająca określone-
mu systemowi przydziału społecznych zasobów mieszkaniowych,
- określone systemy finansowania społecznego budownictwa mieszkaniowego (finansowanie dochodowe i kapitałowe).

W pierwszej dekadzie XXI wieku budownictwo mieszkaniowe stopniowo zaczęło wychodzić z kryzysu, z jakim borykało się w połowie lat 90. Istotna

poprawa sytuacji gospodarczej w kraju skorelowana z niskim poziomem inflacji, malejącymi rynkowymi stopami procentowymi, wzrostem płac, spadkiem stopy bezrobocia i wzrostem optymizmu społecznego wpłynęła w pierwszej dekadzie XXI wieku na wzrost popytu na mieszkania, a tym samym także na wzrost popytu na zewnętrzne źródła jego finansowania. W latach 1999-2009 oddano do użytku 1 328 443 mieszkania, z czego 52% stanowiły mieszkania w budownictwie indywidualnym, 30,5% mieszkania przeznaczone na sprzedaż lub wynajem, 11% mieszkania spółdzielcze, 4% mieszkania społeczne czynszowe, 2% mieszkania komunalne, a 0,5% mieszkania zakładowe. W pierwszej dekadzie XXI wieku wyraźnie spadło tempo oddawanych do użytkowania mieszkań spółdzielczych i zakładowych. Od 2006 roku zauważalny jest również spadek liczby mieszkań oddawanych do użytkowania w ramach budownictwa komunalnego, a także mieszkań budowanych przez TBS-y. Aktualny, niewystarczający stan zasobów mieszkaniowych w Polsce jest efektem wieloletniego wysokiego kosztu kredytów mieszkaniowych, braku korzystnych rozwiązań prawno-podatkowych pobudzających inwestycje na rynku mieszkaniowym oraz systematycznie malejących wydatków budżetu państwa na sferę mieszkaniową. Te główne czynniki doprowadziły do pogłębienia się statystycznego deficytu mieszkaniowego, który na koniec 2009 roku wynosił w Polsce 1,8 mln mieszkań i wciąż ulega zwiększeniu. Na koniec 2009 roku polskie zasoby mieszkaniowe obejmowały 13,2 mln mieszkań². Biorąc pod uwagę liczbę gospodarstw domowych oznacza to, że na jedno gospodarstwo domowe przypadało wówczas 0,8 mieszkania. Na koniec 2009 roku 78% gospodarstw domowych było w posiadaniu własnego mieszkania. Oznacza to, że nieco ponad 1/5 gospodarstw domowych użytkowała mieszkanie na wynajem. W długoterminowej perspektywie należy dążyć do wzrostu niskoczynszowych mieszkań na wynajem.

2. Założenia nowej reformy systemu budownictwa społecznego

Po blisko piętnastu latach funkcjonowania systemu towarzystw budownictwa społecznego, jesienią 2009 roku Ministerstwo Infrastruktury zapowiedziało wdrożenie istotnych zmian, których celem jest stworzenie podstaw do rozpoczęcia reformy budownictwa społecznego. Za pierwszy istotny czynnik zmian należy uznać likwidację w maju 2009 roku Krajowego Funduszu

² *Rocznik statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2009*. GUS, Warszawa 2010, s. 333.

Mieszkaniowego i przejęcie jego aktywów przez BGK SA wraz z zobowiązaniem do kontynuowania akcji kredytowej skierowanej do TBS-ów i spółdzielni mieszkaniowych³. W 2010 roku rozpoczęły się prace nad przygotowaniem projektu nowego aktu prawnego, który będzie regulował zasady organizacji i wspierania społecznego budownictwa mieszkaniowego w Polsce. W tym celu proponuje się wprowadzenie modyfikacji w działalności TBS oraz zmiany struktury rynku społecznych organizacji mieszkaniowych poprzez wzmocnienie roli gmin w zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych nisko- i średniozamożnych gospodarstw domowych, wzrost zaangażowania spółdzielni mieszkaniowych oraz wprowadzenie fundacji budownictwa społecznego odpowiedzialnych za realizację budownictwa mieszkaniowego na wynajem. Po raz pierwszy w polskim prawodawstwie ma być wprowadzone pojęcie „mieszkania społecznego”. Dotychczas kwestie definicyjne zarówno społecznego budownictwa mieszkaniowego, jak i społecznych organizacji mieszkaniowych nie były uregulowane w polskim ustawodawstwie⁴. Zapowiadane zmiany dotyczą także nowego podejścia do kwestii finansowania społecznego budownictwa mieszkaniowego. Zgodnie z założeniami model ten oparty ma być na środkach publiczno-prywatnych. Instrumentami rządowego wsparcia budowy mieszkań społecznych mają być środki z Funduszu Dopłat, preferencyjne kredyty udzielane przez BGK SA oraz zwolnienia podatkowe od dochodów społecznych organizacji mieszkaniowych, w tym dodatkowe zwolnienia w podatku CIT TBS-ów przeznaczających wypracowane zyski na tworzenie nowych mieszkań społecznych. Pozostałe środki niezbędne do sfinansowania budowy mieszkań społecznych pochodzić mają ze środków gmin oraz ze środków prywatnych inwestorów. W dalszym ciągu jednak brak jest szczegółowych danych na temat pozyskiwania środków od inwestorów prywatnych. Chociaż w wielu krajach europejskich sprawdzają się w sektorze społecznego budownictwa mieszkaniowego rozwiązania oparte na partnerstwie publiczno-prywatnym, to w Polsce nie wypracowano dotychczas atrakcyjnych bodźców pobudzających tę formę finansowania budownictwa mieszkaniowego. Pozyskanie prywatnych środków na tworzenie społecznych zasobów mieszkaniowych uzależnione będzie od

³ Nastąpiło to na mocy przepisów ustawy z dnia 2 kwietnia 2009 r. o zmianie ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby, ustawy o Banku Gospodarstwa Krajowego oraz innych ustaw (Dz.U. 2009, nr 65, poz. 545).

⁴ Wyjątek stanowi definicja budownictwa społecznego uregulowana przepisami ustawy z dnia 19 września 2007 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz ustawy o zwrocie osobom fizycznym niektórych wydatków związanych z budownictwem mieszkaniowym (Dz.U. 2007, nr 192, poz. 1382). Definicja ta nie ma jednak zastosowania do omawianej w tym opracowaniu reformy budownictwa społecznego. Szerzej: A. Szelągowska: *Uwarunkowania rozwoju budownictwa mieszkaniowego w Polsce w okresie dekonunktury – lekcja z globalnego kryzysu*. W: *Gospodarka w warunkach kryzysu*. Red. S. Antkiewicz, M. Pronobis. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 235-247.

atrakcyjności stopy zwrotu dla inwestorów. To z kolei wpływać będzie na wysokość czynszu wynajmowanych lokali mieszkalnych. Im wyższa będzie stopa zwrotu, tym wyższy będzie czynsz, a zatem dostępność mieszkań społecznych ograniczona będzie tylko do średniozamożnych gospodarstw domowych z górnych decyli, co wykluczać będzie pozostałe niezamożne gospodarstwa domowe. Można zatem przypuszczać, że zapowiadana reforma mieszkaniowa przyczyni się głównie do zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych właśnie średniozamożnych gospodarstw domowych spychając na dalszy plan potrzeby najuboższych.

3. Gwarancje rządowe jako alternatywne rozwiązanie wspierające reformę budownictwa społecznego w Polsce

Jedną ze słabych stron przygotowywanej reformy mieszkaniowej jest, zdaniem autorki, brak stabilnego systemu gwarancyjnego. Wzrost stanu zasobów mieszkaniowych na wynajem możliwy będzie dzięki zwiększaniu wydatków budżetu państwa na finansowanie mieszkań socjalnych przez jednostki samorządu terytorialnego. Może się to odbywać również m.in. poprzez system gwarancji rządowych dla kredytów zaciąganych przez jednostki samorządu terytorialnego. Gwarancje rządowe mogą być udzielane tylko dla kredytów finansujących zakup lub budowę mieszkań społecznych na rynku pierwotnym lub też mogą być rozszerzone o zakup mieszkań na rynku wtórnym. Przykładem pierwszego rozwiązania, w którym gwarancje rządowe udzielane są tylko do kredytów udzielanych na zakup nieruchomości mieszkaniowej na rynku pierwotnym, jest Szwecja. Zdaniem autorki rozwiązanie to można wprowadzić na polskim rynku mieszkań społecznych. W tym celu powinny być udzielane gwarancje rządowe dla społecznych organizacji mieszkaniowych zaciągających kredyty budowlane na budowę niskoczynszowych mieszkań na wynajem. Pobudziłoby to inwestycje na rynku nieruchomości mieszkaniowych, ożywiłoby rynek budowlany i ponadto wpłynęłoby na wzrost niskoczynszowych zasobów mieszkaniowych na wynajem. Jednakże wszystkie społeczne organizacje mieszkaniowe musiałyby podlegać instytucji nadzorczej, jak również każdy z tych podmiotów powinien prowadzić transparentną politykę finansowania swojej działalności. Dobrze byłoby, gdyby społeczne organizacje mieszkaniowe były obligatoryjnie zrzeszone w jednej parasolowej organizacji, która byłaby jednocześnie dawcą kapitału i instytucją wspomagającą w sytuacji przejścio-

wych problemów finansowych. Zdaniem autorki takie rozwiązanie mogłoby z pewnością stać się stabilnym fundamentem przygotowywanej polskiej reformy mieszkaniowej i warto rozważyć propozycję jej uzupełnienia o taki system gwarancyjny. Na polski grunt przenieść można, zdaniem autorki, unikalny w skali światowej holenderski system funduszy gwarancyjnych. Środki zgromadzone w tych funduszach pozwoliłyby finansować inwestycje mieszkaniowe w nowym budownictwie na wynajem oraz inwestycje związane z remontami i renowacją niskoczynszowych budynków mieszkalnych. Utworzenie podmiotu na wzór Centralnego Funduszu Gwarancji Mieszkaniowych (Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting, w skrócie CFV) jako organizacji patronackiej dawałoby możliwość tańszego finansowania się społecznych organizacji mieszkaniowych na rynku kapitałowym. Podobnie jak w przypadku holenderskiego CFV, wszystkie społeczne organizacje mieszkaniowe musiałyby wносить na rzecz tego funduszu roczne składki odpowiadające 1-2% ich rocznych dochodów z najmu. W zamian miałyby zapewnić pomoc finansową w przypadku problemów z utrzymaniem płynności finansowej. Gdyby kondycja finansowa uległa poprawie, wówczas społeczna organizacja mieszkaniowa mogłaby pozyskać gwarancje z innego funduszu odpowiadającego holenderskiemu Gwarancyjnemu Funduszowi Społecznego Budownictwa Mieszkaniowego (Waarborgfonds Sociale Woningbouw, w skrócie WSW), którego celem byłoby umożliwienie społecznym organizacjom mieszkaniowym pozyskania środków finansowych z przeznaczeniem na finansowanie nowego niskoczynszowego budownictwa mieszkaniowego, renowacji i remontów istniejących zasobów mieszkaniowych czy też przejmowania istniejących zasobów mieszkaniowych z przeznaczeniem na cele społeczne. Fundusz ten mógłby oferować bankom pełne i niepodważalne gwarancje dla kredytów udzielanych społecznym organizacjom mieszkaniowym zrzeszonym w tym funduszu. Gwarancje udzielane byłyby tylko na podstawie wynajmu nieruchomości. Jeśli, według funduszu, społeczna organizacja mieszkaniowa byłaby obciążona dużym ryzykiem, nie miałaby ona możliwości uzyskania gwarancji i byłaby kierowana do skorzystania z pomocy finansowej Centralnego Funduszu Mieszkaniowego. System partycypacji mógłby być następujący: 50% gwarancji dawałby polski rząd, a drugie 50% polskie gminy, na terenie których byłyby budowane mieszkania na wynajem. Zarówno w przypadku jednego, jak i drugiego funduszu zrzeszone w nich społeczne organizacje mieszkaniowe wносиłyby roczne składki stanowiące określony procent ich rocznych dochodów z najmu, zaś w sytuacji, gdyby kapitały okazały się zbyt niskie, wszystkie podmioty płaciłyby dodatkową składkę. Tworzenie gwarancji rządowych w wielu przypadkach odgrywa kluczową rolę w długofalowym rozwoju budownictwa mieszkaniowego oraz

rynku finansowego. Sukces funduszy gwarancyjnych zależy także od nastawienia kapitałodawców (głównie banków). W rzeczywistości systemy gwarancyjne z założenia powinny generować określoną wartość dodaną dla kapitałodawców. Dlatego w Polsce istnieje potrzeba uzupełnienia reformy mieszkaniowej o rozwiązania stosowane z sukcesem m.in. w Holandii, gdzie banki zwolnione są z odprowadzania rezerw obowiązkowych na kredyty gwarantowane przez rząd lub mieszkaniowe fundusze gwarancyjne.

Podsumowanie

Mając na uwadze strukturę dochodową polskiego społeczeństwa, w którym zdecydowaną większość stanowią gospodarstwa domowe o niskich i średnich dochodach, należy dążyć do rozwoju niskoczynszowego mieszkalnictwa na wynajem. Nawet szybkie podwojenie obecnych efektów nowego budownictwa nie zaspokoi radykalnie potrzeb mieszkaniowych, jeśli nie zostaną podjęte zdecydowane działania na rzecz poprawy stanu istniejącego zasobu mieszkaniowego. Pamiętać jednak należy, że głównym źródłem finansowania budownictwa czynszowego wciąż będą kredyty bankowe. Z tego względu reforma budownictwa społecznego musi być uzupełniona o system funduszy gwarancyjnych – tylko wówczas instytucje rynku finansowego będą zainteresowane finansowaniem społecznych organizacji mieszkaniowych.

Literatura

Kierunki reformy systemu budownictwa społecznego w Polsce – proponowane rozwiązania. Ministerstwo Infrastruktury, Warszawa, listopad 2009.

Rocznik statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2009. GUS, Warszawa 2010.

Szelągowska A.: *Uwarunkowania rozwoju budownictwa mieszkaniowego w Polsce w okresie dekonunktury – lekcja z globalnego kryzysu.* W: *Gospodarka w warunkach kryzysu.* Red. S. Antkiewicz, M. Pronobis. CeDeWu, Warszawa 2009.

Ustawa z dnia 19 września 2007 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz ustawy o zwrocie osobom fizycznym niektórych wydatków związanych z budownictwem mieszkaniowym. Dz.U. 2007, nr 192, poz. 1382.

Ustawa z dnia 2 kwietnia 2009 r. o zmianie ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby, ustawy o Banku Gospodarstwa krajowego oraz innych ustaw. Dz.U. 2009, nr 65, poz. 545.

**FINANCING POLISH SOCIAL HOUSING BUILDING
IN THE LIGHT OF A NEW HOUSING REFORM.
ITS CONSEQUENCES FOR THE FINANCIAL MARKET**

Summary

The purpose of this paper is to outline the principles of the social housing reform in Poland and its supplementary recommendations. Consequently the following research thesis has been put forward: the housing reform without stable guarantee system will not contribute to the housing gap decrease and will not have an influence on the recovery of the rental housing market. As a result of research process some proposals based on Dutch solutions have been formulated for the efficiency of the long-term housing policy in Poland.

WPŁYW ŚWIATOWEGO KRYZYSU FINANSOWEGO NA ZMIANY W OBRĘBIE PRODUKTOWEJ STRUKTURY RYNKU UBEZPIECZEŃ NA ŻYCIE W POLSCE

Wprowadzenie

Od czasu transformacji gospodarczej rynek ubezpieczeń na życie w Polsce rozwija się systematycznie, co potwierdzają kierunki zmian podstawowych parametrów opisujących rynek – wolumenu składki przypisanej brutto oraz wskaźników penetracji i gęstości rynku ubezpieczeń¹. Również dynamicznie i relatywnie szybko postępuje zjawisko generowania wyższego wolumenu składek z ubezpieczeń na życie niż z ubezpieczeń majątkowych, co zbieżne jest z sytuacją występującą w krajach o rozwiniętym rynku ubezpieczeniowym².

W okresie dynamicznego rozwoju polski rynek ubezpieczeń na życie uległ znacznym przeobrażeniom, związanym przede wszystkim z **modyfikacją istniejących i tworzeniem nowych typów oferowanych produktów ubezpieczeniowych**. Zmienia się zarówno zakres oferowanej ochrony ubezpiecze-

¹ W roku 1991 składka przypisana brutto dla rynku ubezpieczeń na życie (dział I ubezpieczeń) wynosiła 208 137 tys. zł, co stanowi zaledwie 0,5% wolumenu składki przypisanej brutto rynku ubezpieczeń na życie 17 lat później. W okresie tym rynek ubezpieczeń na życie rozwijał się systematycznie, przy czym szczególnie dynamiczny wzrost nastąpił w początkowej fazie rozwoju rynku (w roku 1992 w stosunku do 1991 składka przypisana brutto działu I ubezpieczeń wzrosła o ponad 160%, zaś w roku 1993 w stosunku do 1992 o ok. 60%). Wyliczenia własne na podstawie danych Komisji Nadzoru Finansowego, dotyczących rynku ubezpieczeń w Polsce w latach 1991-1999, www.knf.gov.pl

² W roku 2005 znaczenie obu segmentów rynku było niemal równe, a w ciągu trzech kolejnych lat rynek ubezpieczeń na życie stanowił już ok. 66% rynku ubezpieczeń w Polsce (z uwagi na wolumen składki przypisanej brutto). Wyliczenia własne na podstawie danych Komisji Nadzoru Finansowego. Por. również wniosek ujęte w: *Rynek ubezpieczeń 2005*. Urząd Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Departament Komunikacji i Integracji Europejskiej, Warszawa 2006, s. 7.

niowej, jak i charakter zawieranych umów ubezpieczenia. Zakłady ubezpieczeń na życie, a w szczególności ubezpieczeniowe spółki akcyjne, tworząc nowe produkty oraz dostosowując aktualnie oferowane do potrzeb rynku, uwzględniają różne uwarunkowania. Czynnikiem zmian są zarówno oczekiwania klientów nakierowane w znacznym stopniu na powiązanie ubezpieczenia długoterminowego z funkcją inwestycyjną, jak i oczekiwania ubezpieczycieli co do korzyści, które będą osiągać z oferowania określonych usług.

Czynnikiem zmian są również bez wątpienia skutki światowego kryzysu finansowego, który zainicjowały wydarzenia z 2007 roku. W Katedrze Finansów Akademii Ekonomicznej w Katowicach przeprowadzone zostały badania nad zmianami w obrębie produktowej struktury rynku ubezpieczeń na życie w Polsce w latach 2004-2008. Wyniki tych badań pozwalają uchwycić skalę i kierunki zmian dotychczasowych trendów rozwojowych. Istotne znaczenie przypisać należy analizie trendów w obrębie tradycyjnych ubezpieczeń na życie oraz ubezpieczeń o charakterze inwestycyjnym, w których ryzyko działalności lokacyjnej spoczywa na ubezpieczającym.

1. Zakres badań empirycznych

Przyczynkiem do podjęcia analizy trendów zmian rynku ubezpieczeń na życie stała się konieczność oceny kierunków zmian w tym sektorze rynku finansowego na skutek eskalacji światowego kryzysu finansowego. Analiza ta może stanowić istotne tło do oceny szczegółowych przeobrażeń w zakresie zachowań zarówno popytowej, jak i podażowej strony rynku ubezpieczeń na życie. Popytowa strona rynku, którą stanowią klienci zakładów ubezpieczeń, dostosowuje swoje reakcje do zmian zachodzących w sektorze finansowym, czego potwierdzeniem są obserwowane zmiany popytu na poszczególne produkty. Podażowa strona rynku, czyli ubezpieczyciele, muszą takie zachowania klientów przewidzieć i odpowiednio przygotować się do nich w zakresie prowadzonej gospodarki finansowej³.

Dla zachowania przejrzystości analiza zmian, jakie dokonują się w obrębie produktowej struktury rynku ubezpieczeń na życie, oparta zostanie na

³ Jest oczywiste, że różne produkty ubezpieczeniowe wymagają różnej polityki inwestycyjnej, polityki tworzenia rezerw, związane są ze zmianami przychodów z działalności, a wszystkie te elementy ostatecznie kształtują wynik techniczny działalności ubezpieczeniowej.

podziale ubezpieczeń według grup ubezpieczeń działu I⁴. W takim właśnie ujęciu gromadzone są dane statystyczne dotyczące rynku ubezpieczeń na życie, które pozwalają diagnozować stan i obserwować kierunki rozwoju produktów ubezpieczeniowych z zakresu: **ubezpieczeń na życie** (grupa 1), które obejmują zarówno klasyczne ubezpieczenia na życie, jak i ubezpieczenia na dożycie oraz ich kombinacje; **ubezpieczeń posagowych, zaopatrzenia dzieci** (grupa 2); **ubezpieczeń na życie, jeżeli są związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym** (grupa 3); **ubezpieczeń rentowych** (grupa 4), **ubezpieczeń wypadkowych i chorobowych**, jeśli są uzupełnieniem ubezpieczeń wymienionych w grupach 1-4 (grupa 5). W szczególności zjawiska, jakie zachodzą w obrębie tak rozumianej produktowej struktury rynku ubezpieczeń na życie, można analizować, uwzględniając sposób opłacania składek (jednorazowo, okresowo) oraz formę umów ubezpieczenia (indywidualne, grupowe)⁵.

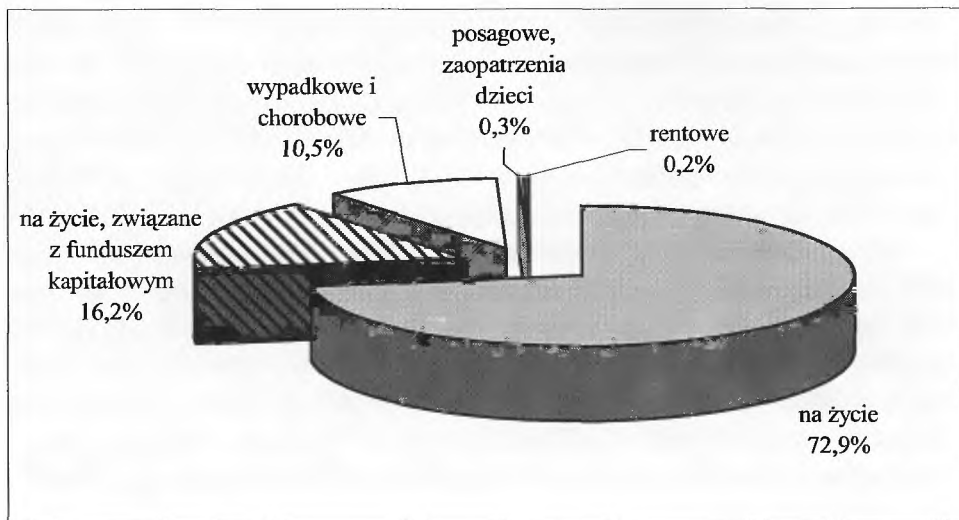
2. Zmiany produktowej struktury rynku ubezpieczeń z uwagi na wolumen składki przypisanej brutto

Ogólny pogląd na strukturę produktową rynku ubezpieczeń na życie daje analiza wielkości składki przypisanej brutto, zebranej z tytułu poszczególnych grup ubezpieczeń, odniesiona do składki przypisanej brutto dla działu I ubezpieczeń ogółem. Produktową strukturę rynku ubezpieczeń na życie w powyższym rozumieniu przedstawiono na rysunku 1.

Dominujące znaczenie na koniec 2008 roku niewątpliwie miały ubezpieczenia na życie (grupa 1), w ramach których ubezpieczyciele zebrali blisko 73% składki przypisanej brutto dla całego działu I ubezpieczeń. Ubezpieczenia na życie związane z funduszem kapitałowym znalazły się na drugim miejscu, stanowiąc ok. 16% wartości składki przypisanej brutto dla działu I ogółem, zaś z tytułu ubezpieczeń wypadkowych i chorobowych zebrano ok. 10% składki. Ubezpieczenia rentowe i posagowe stanowiły natomiast margines polskiego rynku ubezpieczeń na życie, a w ich ramach zebrano mniej niż 1% składki przypisanej brutto dla działu I ogółem.

⁴ Grupy te ujęte są w załączniku do Ustawy z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. 2003, nr 124, poz. 1151 z późn. zm.

⁵ Wszystkie badane zjawiska rozpatrywane są w ujęciu nominalnym.



Rys. 1. Struktura składki przypisanej brutto w ubezpieczeniach na życie w 2008 roku – z uwzględnieniem poszczególnych grup ubezpieczeń

Źródło: Opracowanie i wyliczenia własne na podstawie: *Biuletyn Roczny Komisji Nadzoru Finansowego za 2008 r.*, www.knf.gov.pl

Biorąc pod uwagę szczegółowe dane dotyczące wielkości składki przypisanej brutto w ramach każdej z grup ubezpieczeń w roku 2008 oraz w latach poprzednich można zauważyć, iż zjawiska, które nastąpiły w roku 2008, odbiegają od trendów obserwowanych do roku 2007. W tabeli 1 przedstawiono wielkość składki przypisanej brutto dla poszczególnych grup ubezpieczeń na życie, począwszy od roku 2004, w tabeli 2 dynamikę tej składki, a w tabeli 3 udział składki przypisanej brutto dla danej grupy ubezpieczeń w składce przypisanej brutto dla działu I ubezpieczeń ogółem. Zaprezentowane dane dowodzą, że do roku 2007 przeobrażenia w obrębie produktowej struktury rynku dotyczyły przede wszystkim zmian w obrębie grupy 1 i grupy 3 ubezpieczeń. W latach 2004-2005 ubezpieczenia na życie miały większe znaczenie (z udziałem w składce przypisanej brutto dla działu I ok. 48-45%) niż ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym, których udział w składce przypisanej brutto dla działu I wynosił wówczas 31-36%. Trend ten uległ odwróceniu w latach 2006-2007, kiedy udział ubezpieczeń grupy 1 w składce przypisanej brutto dla działu I spadł do ok. 38%, zaś ubezpieczeń z funduszem kapitałowym wzrósł do ok. 46-47%. W roku 2008 wyraźnie rysuje się odstępstwo od dotychczasowego kierunku zmian, bowiem udział ubezpieczeń grupy 3 spadł znacznie, do

poziomu ok. 16%. Wartość składek przypisanych brutto z tytułu tychże ubezpieczeń spadła zaś o ok. 47%.

Tabela 1

**Składka przypisana brutto dla poszczególnych produktów rynku ubezpieczeń na życie
(w tys. zł)**

Ubezpieczenia	2004	2005	2006	2007	2008
na życie (gr. 1)	6 150 763	6 899 005	8 107 891	9 855 903	28 376 834
posagowe, zaopatrzenia dzieci (gr. 2)	146 088	150 538	146 223	137 667	131 593
na życie, związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (gr. 3)	4 016 331	5 609 997	9 688 417	11 958 217	6 289 128
<i>w tym ubezpieczenia związane z systemem zabezpieczenia społecznego (PPE)</i>	<i>30 764</i>	<i>217 228</i>	<i>318 415</i>	<i>254 813</i>	<i>301 547</i>
rentowe (gr. 4)	24 501	28 859	35 201	45 018	61 654
wypadkowe i chorobowe (gr. 5)	2 276 241	2 514 601	3 048 558	3 459 780	4 078 761
<i>w tym ubezpieczenia chorobowe</i>	<i>171 436</i>	<i>227 177</i>	<i>272 783</i>	<i>343 130</i>	<i>399 568</i>
Ogółem	12 613 924	15 203 001	21 026 290	25 456 586	38 937 971

Źródło: Opracowanie i wyliczenia własne na podstawie: Biuletyny Roczne Komisji Nadzoru Finansowego za 2004-2008 r., www.knf.gov.pl

Tabela 2

Dynamika składki przypisanej brutto dla poszczególnych produktów rynku ubezpieczeń na życie

Ubezpieczenia	2005/2004	2006/2005	2007/2006	2008/2007
na życie (gr. 1)	12,17%	17,52%	21,56%	187,92%
posagowe, zaopatrzenia dzieci (gr. 2)	3,05%	-2,87%	-5,85%	-4,41%
na życie, związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (gr. 3)	39,68%	72,70%	23,43%	-47,41%
rentowe (gr. 4)	17,79%	21,98%	27,89%	36,95%
wypadkowe i chorobowe (gr. 5)	10,47%	21,23%	13,49%	17,89%

Źródło: Ibid.

Tabela 3

**Udział składki przypisanej brutto poszczególnych grup ubezpieczeń
w składce przypisanej brutto ogółem dla działu I ubezpieczeń**

Ubezpieczenia	2004	2005	2006	2007	2008
na życie (gr. 1)	48,8%	45,4%	38,6%	38,7%	72,9%
posagowe, zaopatrzenia dzieci (gr. 2)	1,2%	1,0%	0,7%	0,5%	0,3%
na życie, związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (gr. 3)	31,8%	36,9%	46,1%	47,0%	16,2%
rentowe (gr. 4)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
wypadkowe i chorobowe (gr. 5)	18,0%	16,5%	14,5%	13,6%	10,5%
Ogółem	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: Ibid.

Udział ubezpieczeń wypadkowych i chorobowych (grupa 5) w analizowanym okresie spadł z 18% do 10,5%, przy czym wolumen składki przypisanej z tychże ubezpieczeń wzrastał w miarę stabilnie. Pamiętać należy jednak, iż ubezpieczenia te stanowią opcję uzupełniającą do pozostałych ubezpieczeń osobowych i nie są sprzedawane samoistnie. Ubezpieczenia posagowe, zaopatrzenia dzieci (grupa 2) oraz rentowe (grupa 4) stanowią margines polskiego rynku ubezpieczeń na życie. Wolumen składki przypisanej brutto z tytułu ubezpieczeń posagowych, zaopatrzenia dzieci spadał w latach 2004-2005, a udział w składce przypisanej brutto dla działu I również maleje – z 1,2% w 2004 do 0,3% w roku 2008. Udział ubezpieczeń rentowych utrzymywał się natomiast na stałym poziomie (0,2%), przy rosnącym wolumenie składki przypisanej brutto⁶.

W celu dookreślenia przyczyn odwrócenia ogólnych trendów obserwowanych w zmianach produktowej struktury rynku ubezpieczeń na życie, zasadnym jest pogłębienie tej analizy w zarysowanych wyżej przekrojach

⁶ Udział składki przypisanej brutto w poszczególnych grupach ubezpieczeń w dziale I wykazywał się w latach 2001-2004 znaczną stabilnością. W roku 2005 nastąpiła istotna zmiana z uwagi na znacznie wyższy stopień wzrostu składki w porównaniu do lat ubiegłych (szczególnie w grupie 3 ubezpieczeń). Zjawisko to można powiązać ze zmianą oferty produktowej niektórych ubezpieczycieli (szczególnie dominującego na rynku PZU Życie SA). Szeroko na temat zmian produktowej struktury rynku w latach 2001-2005 wraz z wyjaśnieniem zachodzących w tym obszarze zjawisk pisał: D. Szewieczek: *Struktura portfeli ubezpieczeniowych a wyniki finansowe zakładów ubezpieczeń na życie na rynku polskim. Badania własne*. Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2006 (materiał niepublikowany).

w odniesieniu do poszczególnych grup ubezpieczeń⁷. Na rynku ubezpieczeń wyraźnie dominują ubezpieczenia grupy 1 i 3. W szczególności można zaobserwować, że zjawiska, które zaszły w grupie 1 (ubezpieczenia na życie) i w grupie 3 (ubezpieczenia z funduszem kapitałowym) w roku 2008 z uwagi na wielkość składki przypisanej brutto są wyjątkowe i do roku 2007 włącznie te segmenty rynku cechowały odmienne trendy. Zmiany te bez wątpienia mają związek z wycofywaniem środków z produktów o charakterze inwestycyjnym (grupa 3) i kierowaniem ich do produktów o charakterze ochronnym (grupa 1). Składki zebrane z tytułu ubezpieczeń grupy 3 były blisko o połowę niższe niż w roku 2007. Niewątpliwie powodem takiego stanu rzeczy było załamanie na rynkach finansowych pod koniec 2007 roku i związane z tym wyjątkowo niskie wyniki ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych.

Szczególny charakter i kierunek trendów zmian w 2008 roku, skutkujące ponadprzeciętnym przyrostem składki w grupie 1, ma swoje źródło w swobodnym przepływie strumieni pieniężnych pomiędzy poszczególnymi ogniwami systemu finansowego. W szczególności w 2008 roku banki w porozumieniu z ubezpieczycielami rozpoczęły oferowanie na znaczną skalę polis terminowego ubezpieczenia tradycyjnego na życie (klasyfikowanego w ustawowej grupie pierwszej), które są formą lokaty bankowej. Konstrukcja tego rodzaju produktów finansowych opiera się na założeniu, iż ubezpieczający wpłaca składkę jednorazową, umowa zawierana jest na ściśle określony czas, najczęściej 3 do 12 miesięcy, a po tym okresie ubezpieczyciel wypłaca sumę ubezpieczenia równą wpłaconej składce jednorazowej wraz z góry ustalonym kapitałem odsetkowym określonym wg technicznej stopy procentowej. Jedynym ryzykiem ubezpieczeniowym jest zobowiązanie do wypłaty sumy ubezpieczenia przed umownym momentem zakończenia trwania polisy w przypadku śmierci osoby ubezpieczonej. Polisy tego rodzaju dystrybuowane są przez oddziały banków, a istotną zaletą wpływającą na atrakcyjność dla klientów jest brak opodatkowania przyrostu kapitału zgromadzonego w polisie podatkiem od zysków kapitałowych⁸.

Kierunki i tempo zmian składki przypisanej, będącej ogólnym odzwierciedleniem zasobów finansowych zasilających segment rynku ubezpieczeń na

⁷ Z uwagi na rozmiary niniejszego opracowania przedstawienie takiej analizy z uwzględnieniem danych empirycznych jest w tym miejscu niemożliwe. Prezentacja i interpretacja materiału empirycznego związanego z powyższym problemem została podjęta w: P. Kania, H. Ogrodnik, D. Szewiczek, M. Wieczorek-Kosmala, K. Znaniecka: *Ubezpieczenia osobowe. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju. Etap II – Ubezpieczenia na życie, stan aktualny i kierunki zmian. Badania statutowe*. Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2009 (materiał niepublikowany).

⁸ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, Dz.U. 2000, nr 14, poz. 176 z późn. zm., art. 21, ust. 4.

życie, wskazują na silne powiązanie tych przepływów pieniężnych z ogólną koniunkturą na rynkach kapitałowych. Podkreślić należy, iż główną determinantą decyzji w obszarze ubezpieczeń na życie staje się współcześnie motyw inwestycyjny, natomiast czynnik ochrony ubezpieczeniowej – dominujący w okresach poprzednich – przesuwają się na plan dalszy. Konsekwencją tego trendu jest silne powiązanie rynku ubezpieczeń na życie z rynkiem inwestycji kapitałowych, co skutkuje również przenoszeniem zagrożeń stabilności pomiędzy tymi rynkami.

3. Zmiany produktowej struktury rynku a sposób opłacania składki

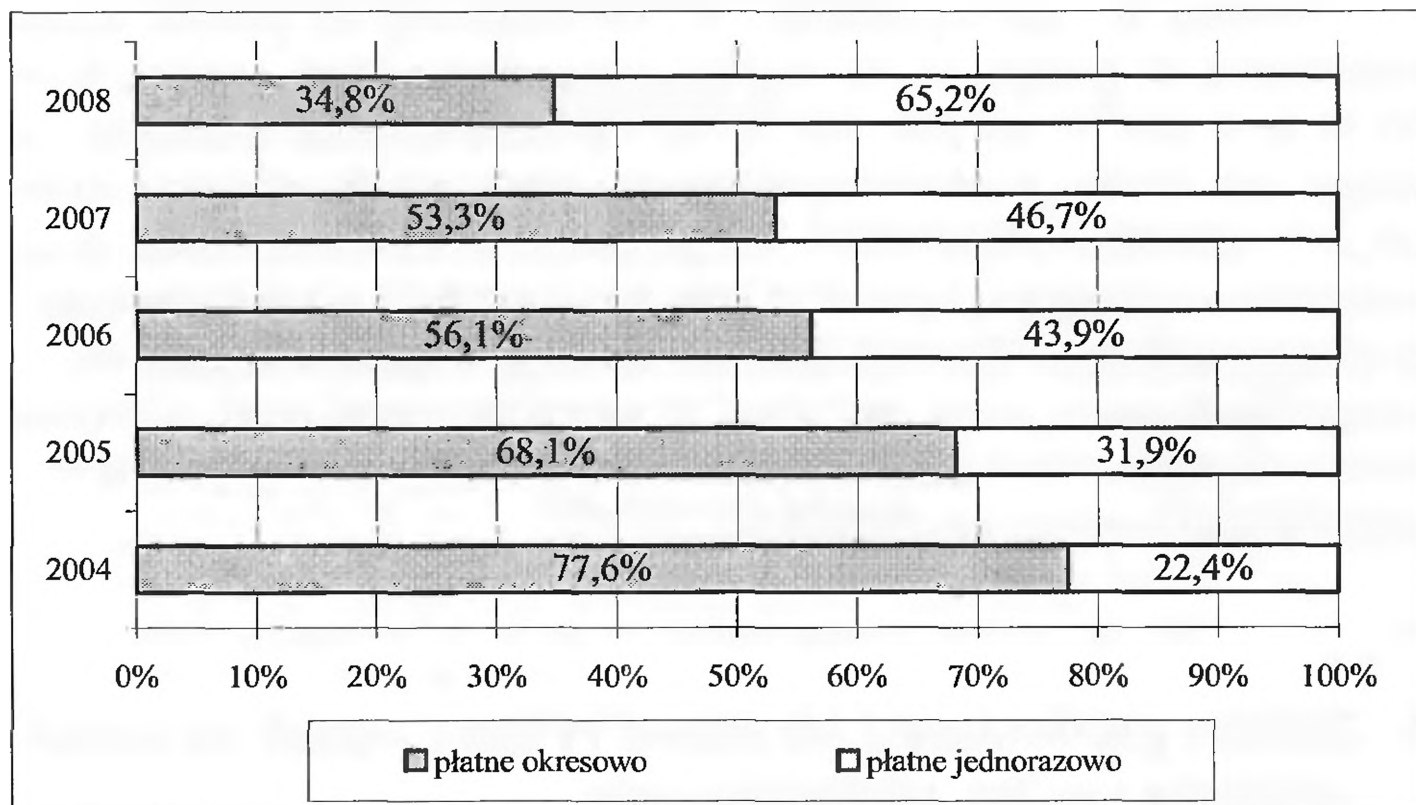
Z uwagi na sposób opłacania składek wyróżnia się umowy ze składką płatną jednorazowo i okresowo. Wzrost składek płatnych jednorazowo można interpretować w kontekście zmian roli ubezpieczeń na życie jako instrumentu finansowego. W ostatnim czasie rozwinęło się zapotrzebowanie na ubezpieczenia na życie jako instrument, który poza zapewnieniem ochrony ubezpieczeniowej stwarzałby również możliwość inwestowania dostępnych ubezpieczającemu środków w sposób nieregularny, uzależniony zarówno od poziomu dochodów, jak i bieżącej sytuacji na rynkach finansowych⁹.

Biorąc pod uwagę sposób opłacania składki należy stwierdzić, że od roku 2004 systematycznie zmniejsza się wolumen składki przypisanej brutto opłacanej okresowo (w roku 2004 ok. 77% składek, a w roku 2008 ok. 35%) na rzecz opłacanej jednorazowo (w roku 2004 22,4%, a w roku 2008 ok. 65%), co zaprezentowano na rysunku 2.

Analizę trendów ogólnych warto uszczegółowić w odniesieniu do dominujących na rynku ubezpieczeń na życie produktów, a mianowicie klasycznych ubezpieczeń na życie (grupa 1) oraz ubezpieczeń z funduszem kapitałowym (grupa 3). Udział składek płatnych jednorazowo w składce przypisanej brutto dla grupy 1 ubezpieczeń ogółem wzrastał w latach 2004-2007 o ok. 6-8 pkt. proc. w stosunku do roku ubiegłego. Wzrost ten jednak jest wyjątkowo wysoki w roku 2008 w porównaniu do roku 2007, kiedy to składki płatne jednorazowo wynosiły aż 80% wolumenu składki przypisanej brutto dla grupy 1 ubezpie-

⁹ Tradycyjne postrzeganie ubezpieczenia na życie ograniczało się do rozpatrywania go jako narzędzia systematycznego gromadzenia kapitału na zabezpieczenie potrzeb finansowych uposażonych bądź spłaty zobowiązań w razie śmierci ubezpieczonego.

czeń, co stanowi wzrost udziału aż o 35 pkt. proc. w stosunku do roku 2007, a wartość tych składek była ponad czterokrotnie wyższa niż w roku poprzednim¹⁰.



Rys. 2. Udział składek z tytułu umów ubezpieczenia płatnych jednorazowo i okresowo w składce przypisanej ogółem dla rynku ubezpieczeń na życie

Źródło: Opracowanie i wyliczenia własne na podstawie: *Biuletyny Roczne Komisji Nadzoru Finansowego za 2004-2008 r.*, www.knf.gov.pl

Udział składek płatnych jednorazowo w składce przypisanej brutto dla grupy 3 w roku 2008 powrócił natomiast do poziomu z roku 2004 (wynoszącego ok. 32-33%). W latach 2005-2006 obserwowano odmienny trend, gdyż szczególnie w roku 2006 i 2007 większość składki przypisanej brutto (ok. 60%) pochodziła z ubezpieczeń płatnych jednorazowo¹¹. Trudno ocenić, czy odwrócenie tego trendu w roku 2008 jest zjawiskiem jednorazowym, czy też będzie obserwowane w kolejnych okresach. Można przy tym zauważyć, że spadek

¹⁰ Udział składek płatnych jednorazowo w wolumenie składki przypisanej brutto grupy 1 ubezpieczeń działu I wynosił w kolejnych latach: 24,44% w 2004 r., 31,36% w 2005 r., 37,18% w 2006 r., 45,33% w 2007 r., 80,76% w 2008 r. Wyliczenia własne na podstawie danych ujętych w *Biuletynach Rocznych Komisji Nadzoru Finansowego w latach 2004-2008*.

¹¹ Udział składek płatnych jednorazowo w wolumenie składki przypisanej brutto grupy 3 ubezpieczeń działu I wynosił w kolejnych latach: 31,11% w 2004 r., 46,08% w 2005 r., 61,80% w 2006 r., 60,71% w 2007 r., 32,97% w 2008 r. Wyliczenia własne na podstawie danych ujętych w *Biuletynach Rocznych Komisji Nadzoru Finansowego w latach 2004-2008*.

wartości składki przypisanej brutto dla grupy 3 ubezpieczeń w większym stopniu dotyczył ubezpieczeń, w których składka płatna była jednorazowo, gdyż wartość składek płatnych jednorazowo spadła w roku 2008 w stosunku do 2007 o ok. 70%.

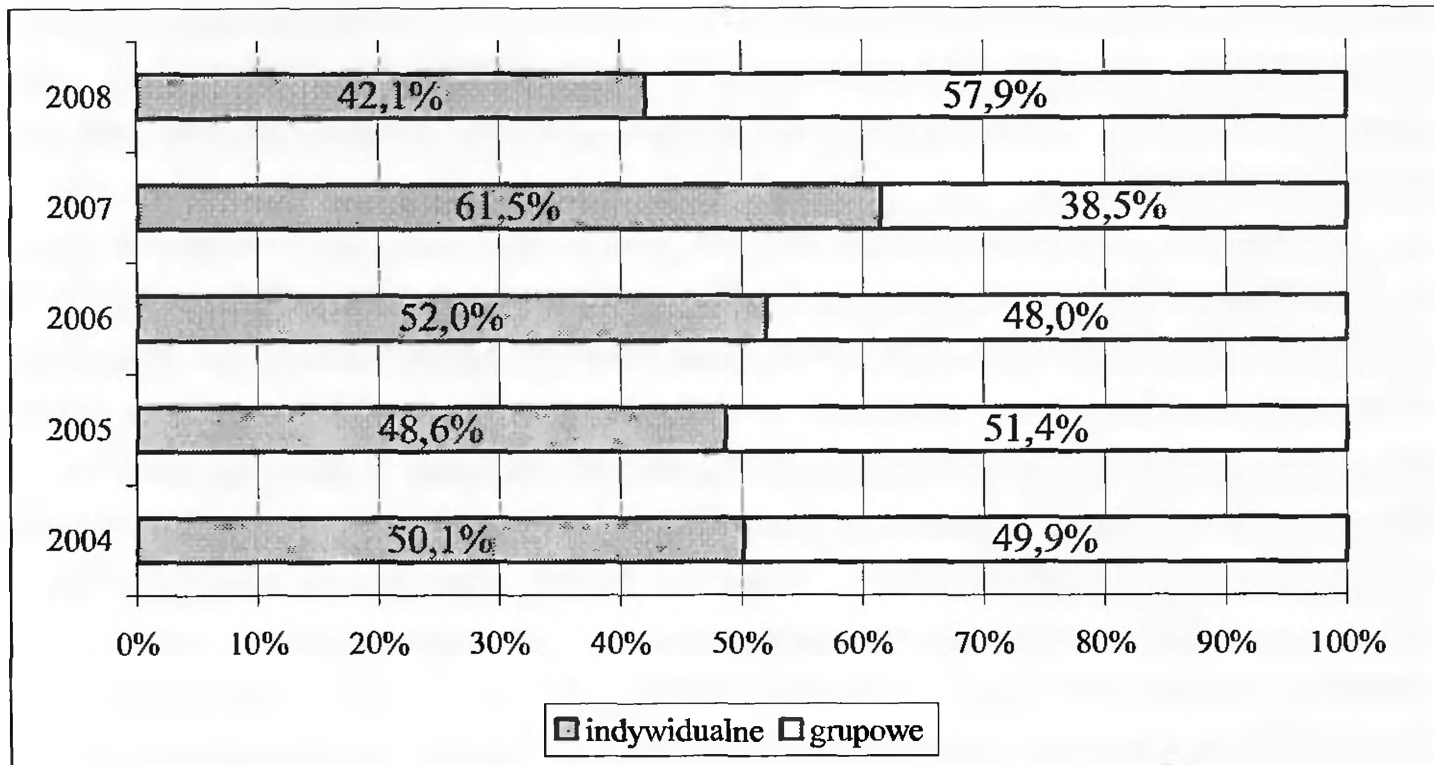
Możliwy do zaobserwowania rozwój ubezpieczeń na życie ze składką jednorazową na polskim rynku ubezpieczeń powiązany jest również z rozwojem konkurencji pomiędzy podmiotami oferującymi usługi finansowe oraz szczególnym charakterem niektórych regulacji prawnych. Należy także zauważyć, iż wzrastający udział umów ubezpieczenia na życie ze składką płatną jednorazowo wpływa negatywnie na stabilność rozwoju tego rynku mierzonego poziomem składki. Korzystniejszą jest sytuacja, w której dominują umowy ze składką okresową płatną regularnie, co wywołuje wzrost rynku nie spekularny, ale systematyczny i stabilny, co również pozytywnie wpływa na możliwości prognozowania jego rozwoju.

4. Zmiany produktowej struktury rynku z uwagi na sposób zawarcia umowy ubezpieczenia

Ubezpieczenia na życie są obszarem ubezpieczeń gospodarczych, w których istnieje ekonomicznie uzasadniona możliwość obejmowania ochroną ubezpieczeniową jednocześnie więcej niż jednego podmiotu w ramach zawieranej umowy. Uwzględniając więc formę zawarcia ubezpieczenia na życie, wyróżnić należy umowy grupowe oraz indywidualne. Sposób zawarcia umowy wpływa w istotny sposób na procesy finansowe powstające w związku z zawarciem oraz obsługą ubezpieczeń. Składki w umowach grupowych są znacznie wyższe niż w przypadku umów indywidualnych, co jest rezultatem objęcia umową wielu ubezpieczonych. Zawieranie umów ubezpieczeń grupowych odbywa się według szczególnych zasad i procedur oceny ryzyka ubezpieczeniowego.

W latach 2004-2008 można zaobserwować zmiany struktury składki przypisanej brutto dla działu I z uwagi na ubezpieczenia zawierane indywidualnie i grupowo (por. rysunek 3).

W latach 2004-2006 w przybliżeniu połowa składki przypisanej brutto dla działu I ubezpieczeń zbierana była z tytułu ubezpieczeń zawieranych indywidualnie, a połowa z tytułu ubezpieczeń zawieranych grupowo. W roku 2007 przeważały ubezpieczenia indywidualne (z udziałem ok. 62%), zaś w roku 2008 ubezpieczenia grupowe (z udziałem blisko 58%).



Rys. 3. Udział indywidualnych i grupowych ubezpieczeń w składce przypisanej ogółem dla rynku ubezpieczeń na życie

Źródło: Ibid.

Również i w tym aspekcie warto przyrzeć się bliżej zmianom, jakie zachodziły w obrębie klasycznych ubezpieczeń na życie (grupa 1) oraz ubezpieczeń z funduszem kapitałowym (grupa 3). Struktura grupy 1 ubezpieczeń na życie z uwzględnieniem sposobu zawarcia umowy ubezpieczenia pozostawała w rozpatrywanym okresie niezmienna. Ubezpieczenia grupowe stanowiły ok. 2/3 zbioru składek, pozostałą część stanowiły ubezpieczenia zawierane indywidualnie¹².

Składka przypisana brutto z tytułu ubezpieczeń grupy 3 zawieranych indywidualnie wynosiła w latach 2004-2006 ok. 87%, a w latach 2007-2008 ok. 90%¹³. Tempo spadku składek przypisanych brutto w roku 2008 w porównaniu do roku 2007 z tytułu umów indywidualnych było natomiast znacznie silniejsze (spadek o blisko 50%) niż tempo spadku składek z tytułu umów zawieranych grupowo (spadek o ok. 20%). Należy jednak zauważyć, że w zawieranych grupowo ubezpieczeniach grupy 3 z roku na rok rośnie udział składek

¹² Udział składek z tytułu ubezpieczeń zawartych indywidualnie w wolumenie składki przypisanej brutto grupy 1 ubezpieczeń działu I wynosił w kolejnych latach: 36,11% w 2004 r., 29,65% w 2005 r., 23,20% w 2006 r., 35,46% w 2007 r., 33,84% w 2008 r. Wyliczenia własne na podstawie danych ujętych w *Biuletynach Rocznych Komisji Nadzoru Finansowego w latach 2004-2008*.

¹³ Udział składek z tytułu ubezpieczeń zawartych indywidualnie w wolumenie składki przypisanej brutto grupy 3 ubezpieczeń działu I wynosił w kolejnych latach: 86,48% w 2004 r., 83,85% w 2005 r., 86,62% w 2006 r., 92,41% w 2007 r., 88,83% w 2008 r. Wyliczenia własne na podstawie danych ujętych w *Biuletynach Rocznych Komisji Nadzoru Finansowego w latach 2004-2008*.

zbieranych w ramach ubezpieczeń związanych z pracowniczymi programami emerytalnymi. W roku 2004 wolumen składek z tego tytułu stanowił ok. 5,5%, a w roku 2008 już blisko połowę składki przypisanej brutto zawieranych grupowo ubezpieczeń

Znaczne wahania udziału umów grupowego ubezpieczenia na życie w strukturze składki przypisanej brutto ogółem na rynku polskim wynikają w znacznej mierze z kilku kluczowych czynników. Głównym z nich jest tempo rozwoju gospodarczego i związana z tym skłonność pracodawców do stosowania dla swoich pracowników narzędzi motywacyjnych w postaci grupowych ubezpieczeń na życie¹⁴. Istotnym czynnikiem jest rozwój oferty *bancassurance*, w której również stosowane są grupowe formy zawierania ubezpieczeń na życie, gdzie ubezpieczonym jest klient banku, a ubezpieczającym bank. Obserwowane trendy wskazują, że dalszy rozwój grupowych ubezpieczeń na życie w znacznej mierze powiązany będzie z rozwojem potrzeb społeczeństwa w zakresie uzupełniających ubezpieczeń emerytalnych.

Podsumowanie

Niniejsza analiza, bazująca na badaniach przeprowadzonych w Katedrze Finansów AE w Katowicach w oparciu o lata 2004-2008, dotycząca zmian zachodzących na rynku ubezpieczeń na życie w aspekcie produktowym wskazuje, że w badanym okresie tradycyjne ubezpieczenia na życie traciły na rzecz ubezpieczeń z funduszem kapitałowym, przy stabilnym poziomie ubezpieczeń pozostałych grup. Wydarzenia z końca roku 2007, które zainicjował światowy kryzys finansowy, sprawiły jednak, że w roku 2008 widoczne jest znaczące odwrócenie tego trendu i tradycyjne ubezpieczenia na życie dominują, i to znacznie (ponad 70% składki przypisanej ogółem dla rynku ubezpieczeń na życie). Kolejne zmiany w strukturze produktowej oraz w kształtowaniu się ogólnego poziomu składki przypisanej brutto w dziale ubezpieczeń na życie uwidacznia z kolei wstępna analiza danych z roku 2009¹⁵. Stabilizacji w 2009 roku w relacji do roku 2008 podlega wartość składki przypisanej brutto w grupie 3 ubezpieczeń z funduszem kapitałowym, co potwierdza spadek zaufania ubezpieczających do tego rodzaju produktów zapoczątkowany w okresie kryzysu finansowego. Natomiast w grupie 1 ubezpieczeń na życie widoczny jest drastyczny spadek przypisu składki. Istotne zmniejszenie składki w grupie

¹⁴ W szczególności grupowych, komercyjnych ubezpieczeń emerytalnych.

¹⁵ Analiza na podstawie danych kumulatywnych za IV kwartał 2009 roku – w oparciu o *Biuletyn Kwartalny. Rynek Ubezpieczeń* 2009, nr 4 (dane niezweryfikowane); www.knf.gov.pl.

tradycyjnych ubezpieczeń na życie w 2009 roku wynika z faktu, iż w okresie tym znacznie spadła popularność tzw. polis lokacyjnych – czyli krótkoterminowych ubezpieczeń na życie będących odpowiednikiem terminowej lokaty bankowej, jednak z korzyścią w postaci braku opodatkowania zysku kapitałowego z polisy ubezpieczeniowej. Pozytywnym aspektem tego zjawiska jest zatrzymanie nieuzasadnionych potrzebami w zakresie ochrony ubezpieczeniowej przenoszenia oszczędności gospodarstw domowych z sektora bankowego do ubezpieczeniowego.

Uwzględnienie sposobu opłacania składki oraz sposobu nawiązywania umów ubezpieczenia pozwala doprecyzować powyższe wnioski. W szczególności obserwować można wzrastający udział składek jednorazowych w składce ogółem, co potwierdza, że ubezpieczenia na życie zawierane są z uwagi na cel inwestycyjny. Z kolei z uwagi na sposób nawiązywania umowy obserwowaną sytuację ocenić należy raczej jako stabilną, przy czym w ubezpieczeniach klasycznych dominuje forma grupowa, zaś z funduszem kapitałowym – forma indywidualna.

Literatura

Biuletyn Kwartalny. *Rynek Ubezpieczeń* 2009, nr 4. Komisja Nadzoru Finansowego, www.knf.gov.pl

Biuletyny Roczne Komisji Nadzoru Finansowego za lata 2004-2008, www.knf.gov.pl

Kania P., Ogrodnik H., Szewieczek D., Wieczorek-Kosmala M., Znaniecka K.: *Ubezpieczenia osobowe. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju. Etap II – Ubezpieczenia na życie, stan aktualny i kierunki zmian. Badania sta-tutowe*. Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2009 (materiał niepublikowany).

Rynek ubezpieczeń 2005. Urząd Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Departament Komunikacji i Integracji Europejskiej, Warszawa 2006.

Szewieczek D.: *Struktura portfeli ubezpieczeniowych a wyniki finansowe zakładów ubezpieczeń na życie na rynku polskim. Badania własne*. Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2006 (materiał niepublikowany).

Ustawa z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej. Dz.U. 2003, nr 124, poz. 1151 z późn. zm., załącznik 1.

Ustawa z 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych. Dz.U. 2000, nr 14, poz. 176 z późn. zm.

THE INFLUENCE OF FINANCIAL CRISIS ON CHANGES IN PRODUCTS' STRUCTURE OF LIFE INSURANCE MARKET IN POLAND

Summary

The paper aims at presenting the tendencies on Polish life insurance market that can be observed as a result of the financial crisis. The analysis has covered changes in the volume of gross premiums written, number of insured, number of active policies, forms of premium payments (periodical or single) and manner of contract conclusion (individual or group). The study was based on data collected by Polish Financial Supervision Authority, including insurance classes dimension. A main conclusion is that during four years prior to the global financial crisis the life insurance linked to the capital funds was dominating in the market structure. However, as a result of the global financial crisis the classical life insurance has grown in force and outnumbered products linked to the capital funds. The remaining part of life insurance market (marriage, birth, annuity, accident and sickness insurance) did not increase share in the market structure. Concerning the form of premiums payment, the single payments are majority, particularly in classic life insurance. Concerning the manner of contract conclusion, group insurance is majority which is mainly due to life insurance linked to the capital funds.

Informacja o Katedrze Finansów

Katedra Finansów jest jedną z największych i najstarszych katedr funkcjonujących na Uniwersytecie Ekonomicznym w Katowicach. W jej skład wchodzi pięć Zakładów: Bankowości, Finansów Międzynarodowych, Finansów Przedsiębiorstw, Finansów Publicznych, Ubezpieczeń Gospodarczych. Funkcję kierownika Katedry od 1994 r. sprawuje prof. dr hab. Krystyna Znaniecka. W Katedrze pracuje 36 pracowników naukowo-dydaktycznych.

Działalność dydaktyczna koncentruje się na przekazywaniu wiedzy ułatwiającej podejmowanie decyzji finansowych podmiotów gospodarczych, instytucji finansowych oraz władz publicznych.

Przedmiotem działalności naukowej Katedry są szeroko pojmowane teoretyczne oraz aplikacyjne aspekty finansów. Pracownicy Katedry biorą czynny udział w konferencjach naukowych, uczestniczą w grantach ministerialnych, badaniach statutowych oraz badaniach własnych. Głównymi kierunkami badań są:

- finansowanie aspektów rozwoju lokalnego,
- funkcjonowanie systemu bankowego,
- problematyka finansów międzynarodowych,
- strategie finansowe przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych,
- ocena sytuacji finansowej zakładów ubezpieczeń.

Katedra jest organizatorem konferencji naukowych o zasięgu ogólnopolskim oraz międzynarodowym.