



NARODOWY
BANK POLSKI

Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r.



Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r.

Warszawa, 2024 r.

Opracował zespół pod kierownictwem:

Dobiesława Tymoczko
Michała Konopczaka

Zespół autorski:

Arkadiusz Bernat	Dorota Mirowska-Wierzbicka
Anna Brzozowska	Patrycja Myśliwska-Wilk
Maciej Cacko	Paweł Nieckula
Marek Chmielewski	Rafał Nowak
Jolanta Fijałkowska	Aleksandra Paterek
Paweł Gajda	Aleksandra Pilarska
Marta Gołajewska	Mateusz Pipień
Marzena Imielska	Karolina Przenajkowska
Adam Jankowski	Magdalena Rabong
Paula Jurewicz	Aleksander Ratigowski
Kamil Klupa	Paulina Sotomska-Krzysztofik
Paweł Kłosiewicz	Bartosz Sudacki
Krzysztof Kochan	Robert Szostak
Michał Konopczak	Maciej Szymański
Aneta Kosztowniak	Dorota Ścibisz
Małgorzata Kotlińska	Paweł Wesołowski
Sylwester Kozak	Przemysław Włodarczyk
Przemysław Kuk	Joanna Zasadzińska
Krzysztof Maliszewski	Beata Zdanowicz
Jarosław Michalewicz	

Wydał:

Narodowy Bank Polski
00-919 Warszawa
ul. Świętokrzyska 11/21
tel.: +48 22 185 10 00
faks.: +48 22 185 10 10
www.nbp.pl

Niniejsze opracowanie i jego poprzednie edycje dostępne są na stronie internetowej NBP

<https://nbp.pl/system-finansowy/raporty-o-rozwoju-systemu-finansowego/>

Spis treści

Wstęp	9
Synteza	11
1. System finansowy w Polsce	19
1.1. Kierunki ewolucji systemu finansowego w Polsce	19
1.2. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa na rynku finansowym w Polsce	28
1.2.1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych	28
1.2.2. Zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw	31
2. Regulacje systemu finansowego	35
2.1. Zmiany w regulacjach krajowych	35
2.1.1. Regulacje dotyczące nadzoru i usług płatniczych	36
2.1.2. Regulacje dotyczące instytucji finansowych	36
2.1.2.1. Regulacje dotyczące sektora bankowego	38
2.1.2.2. Regulacje dotyczące spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych	41
2.1.2.3. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych	43
2.1.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury	50
2.2. Zmiany w regulacjach Unii Europejskiej	54
2.2.1. Regulacje dotyczące instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych	54
2.2.2. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych	54
2.2.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury	55
3. Infrastruktura systemu finansowego	65
3.1. Instytucje regulujące i nadzorcze	65
3.2. System płatniczy	67
3.2.1. Systemy wysokokwotowych płatności międzybankowych	67
3.2.2. Systemy płatności detalicznych	70
3.2.3. Dostawcy usług płatniczych	75
3.2.4. Detaliczne instrumenty i usługi płatnicze	76
3.3. Infrastruktura rynku instrumentów finansowych	79
3.3.1. Infrastruktura transakcyjna	80
3.3.2. Infrastruktura potransakcyjna	82
3.4. Instytucje zwiększające przejrzystość informacyjną	89
3.5. Systemy ochrony uczestników rynku	91
4. Instytucje finansowe	95
4.1. Banki	95
4.1.1. Struktura aktywów banków	95
4.1.2. Struktura pasywów banków	106
4.1.3. Adekwatność kapitałowa banków	111
4.1.4. Wyniki finansowe sektora bankowego	115
4.1.5. Ewolucja struktury sektora bankowego	127
4.2. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	136
4.3. Instytucje niebankowe świadczące usługi finansowe	142
4.3.1. Podmioty świadczące usługi leasingu	142
4.3.2. Podmioty świadczące usługi faktoringu	146
4.3.3. Firmy pożyczkowe	148

4.3.4. Pośrednicy kredytowi	152
4.3.5. Podmioty prowadzące działalność windykacyjną	154
4.4. Fundusze inwestycyjne	158
4.4.1. Wielkość sektora	158
4.4.2. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych	162
4.4.3. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych	164
4.4.4. Wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych i poziom podejmowanego ryzyka	168
4.4.5. Krajowe fundusze inwestycyjne na tle europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych	171
4.4.6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	173
4.4.7. Podmioty obsługujące fundusze inwestycyjne	176
4.5. Alternatywne spółki inwestycyjne	178
4.6. Otwarte fundusze emerytalne	181
4.6.1. Wielkość sektora	181
4.6.2. Struktura portfela inwestycyjnego OFE	182
4.6.3. Wyniki inwestycyjne OFE i poziom podejmowanego ryzyka	185
4.6.4. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych	187
4.7. Dobrowolne oszczędności emerytalne	189
4.7.1. Pracownicze programy emerytalne	190
4.7.2. Indywidualne konta emerytalne	192
4.7.3. Indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego	194
4.7.4. Pracownicze plany kapitałowe	196
4.8. Zakłady ubezpieczeń	200
4.8.1. Wielkość sektora	200
4.8.2. Lokaty zakładów ubezpieczeń	210
4.8.3. Wyniki finansowe sektora	212
4.8.4. Wybrane wskaźniki techniczne sektora i reasekuracja	214
4.8.5. Wypłacalność zakładów ubezpieczeń	217
4.8.6. Krajowe zakłady ubezpieczeń na tle europejskiego sektora	223
4.9. Podmioty maklerskie	227
4.9.1. Warunki funkcjonowania podmiotów maklerskich na krajowym rynku finansowym	228
4.9.2. Działalność podmiotów maklerskich na rynku zorganizowanym	232
4.9.3. Wyniki finansowe domów maklerskich	234
5. Rynki finansowe	237
5.1. Rynek pieniężny	237
5.1.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku pieniężnego	237
5.1.2. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych	239
5.1.2.1. Bony pieniężne	239
5.1.2.2. Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	241
5.1.2.3. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	243
5.1.3. Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym	244
5.1.3.1. Lokaty niezabezpieczone	245
5.1.3.2. Swapy walutowe	250
5.1.3.3. Transakcje warunkowe	254
5.2. Rynek kapitałowy	260
5.2.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku kapitałowego	260
5.2.2. Rynek długoterminowych papierów dłużnych	263
5.2.2.1. Obligacje skarbowe	263

5.2.2.2. Nieskarbowe obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa	280
5.2.2.3. Obligacje komunalne	285
5.2.2.4. Długoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez banki	290
5.2.2.5. Obligacje przedsiębiorstw	294
5.2.3. Rynek instrumentów udziałowych	299
5.3. Kasowy rynek walutowy	311
5.4. Rynek finansowych instrumentów pochodnych	318
5.4.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku finansowych instrumentów pochodnych	319
5.4.2. Pozagiełdowe finansowe instrumenty pochodne	320
5.4.2.1. Instrumenty pochodne stopy procentowej	322
5.4.2.2. Walutowe instrumenty pochodne	334
5.4.3. Giełdowe instrumenty pochodne	339
5.4.3.1. Instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji	341
5.4.3.2. Walutowe instrumenty pochodne	345
6. Perspektywy akcji kredytowej	347
6.1. Kredyty dla przedsiębiorstw	349
6.2. Kredyty konsumpcyjne	351
6.3. Kredyty mieszkaniowe	354
6.4. Kredyty dla sektora niefinansowego	357
6.5. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB	360
Słowniczek	363
Skróty używane w opracowaniu	373

Spis ramek

Ramka 4.1.1. Wpływ programu „Bezpieczny kredyt 2%” na sytuację na rynku kredytów mieszkaniowych	100
Ramka 4.1.2. Obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa w bilansach banków	104
Ramka 4.1.3. Sytuacja banków spółdzielczych w Polsce	121
Ramka 4.1.4. Zyskowność sektora bankowego w Polsce na tle sektorów bankowych w innych krajach Unii Europejskiej	131
Ramka 4.8.1. Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych w krajowym sektorze ubezpieczeń	201
Ramka 4.8.2. Ochrona ubezpieczających i beneficjentów umów ubezpieczenia	221
Ramka 4.9.1. Objęcie działalności maklerskiej i inwestycyjnej jedną licencją bankową	231
Ramka 5.1.1. Reforma wskaźników referencyjnych stóp procentowych w Polsce	249
Ramka 5.2.1 Detaliczne obligacje skarbowe	276
Ramka 5.4.1. Kompresja portfela instrumentów pochodnych	329

Wstęp

Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r. jest kolejną edycją opracowania, w którym opisane są zmiany zachodzące w krajowym systemie finansowym w danym roku. W publikacji przedstawiono tendencje i bariery rozwoju wszystkich funkcjonujących w Polsce instytucji oraz rynków finansowych na tle zmian w europejskim systemie finansowym. Analizie poddano także zmiany infrastruktury i regulacji prawnych dotyczących systemu finansowego oraz inicjatywy mające na celu integrację i zwiększenie bezpieczeństwa rynku finansowego w Unii Europejskiej. Dodatkowo, zaprezentowano perspektywy kształtowania się dynamiki akcji kredytowej do 2026 r., co stanowi uzupełnienie analizy o element prognostyczny.

W rozdziale pierwszym przedstawiono ewolucję wielkości i struktury krajowego systemu finansowego oraz zależności między zmianami w tym systemie a strukturą aktywów finansowych gospodarstw domowych i zewnętrznymi źródłami finansowania przedsiębiorstw. **W rozdziale drugim** opisano zmiany zarówno w krajowych, jak i unijnych aktach prawnych dotyczących systemu finansowego. **Rozdział trzeci** zawiera omówienie najważniejszych zmian w infrastrukturze systemu finansowego.

W czwartym rozdziale poddano analizie zmiany, które w 2023 r. zaszły w poszczególnych sektorach instytucji finansowych. W miarę możliwości zmiany te są opisywane na tle tendencji występujących w krajach naszego regionu oraz w strefie euro. W pierwszej kolejności analizowany jest sektor bankowy. Szczegółowo przedstawiono zmiany struktury należności i zobowiązań banków, w tym wynikających z prowadzonej polityki kredytowej. W następnych podrozdziałach scharakteryzowano m.in. inne instytucje świadczące usługi finansowe i niekredytowe instytucje finansowe.

W rozdziale piątym zaprezentowano najważniejsze tendencje występujące na rynkach finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem płynności tych rynków oraz jej zmian wynikających z czynników globalnych i lokalnych. Najpierw opisano ewolucję krajowego rynku pieniężnego i jego poszczególnych segmentów. W kolejnym podrozdziale omówiono zmiany na polskim rynku kapitałowym, w szczególności obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa, obligacji komunalnych, długoterminowych instrumentów dłużnych banków i obligacji przedsiębiorstw, a osobną część poświęcono rynkowi akcji. Rozdział piąty zawiera także opis zmian zachodzących na kasowym rynku walutowym oraz rynku finansowych instrumentów pochodnych w Polsce, w podziale na giełdowe i pozagiełdowe.

W rozdziale szóstym przedstawiono perspektywy dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych (złotowych) oraz kredytów udzielonych podmiotom sektora niefinansowego ogółem.

Zgodnie z obowiązującą od lat zasadą zmiany, które zaszły w krajowym systemie finansowym w 2024 r., nie zostały uwzględnione w niniejszym opracowaniu, nawet jeśli były znane autorom w trakcie pisania tekstu. Wyjątkiem jest rozdział 6, odnoszący się do perspektyw rozwoju sektora bankowego. Prognozy w nim zawarte przygotowane zostały na podstawie danych obejmujących I półrocze 2024 r. Podstawowe informacje na temat wybranych zmian w systemie finansowym w 2024 r. zostały przedstawione w prezentacji, która jest dostępna na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwój).

Synteza

Na koniec 2023 r. relacja aktywów krajowego systemu finansowego do PKB wyniosła 118,4% i wzrosła w stosunku do roku poprzedniego o 1,1 pkt procentowego. Nadal jest to poziom istotnie niższy niż w najwyżej rozwiniętych gospodarkach świata. Stopień rozwoju poszczególnych segmentów systemu finansowego Polski jest zróżnicowany, przy czym instytucje, w tym banki, mają z punktu widzenia pośrednictwa finansowego większe znaczenie niż rynki.

Przedstawione w opracowaniu analizy poszczególnych segmentów systemu finansowego w Polsce oraz zmian w jego regulacjach i infrastrukturze pozwalają na sformułowanie następujących wniosków dotyczących rozwoju krajowych instytucji i rynków finansowych.

Instytucje finansowe

- Sektor bankowy pozostawał największą częścią systemu finansowego w Polsce – na koniec 2023 r. wartość aktywów banków komercyjnych i spółdzielczych stanowiła około 74% aktywów systemu finansowego.
- Odzwierciedleniem uniwersalnego modelu działania większości banków była struktura bilansu sektora bankowego, w której przeważały operacje z podmiotami niefinansowymi, oraz dominujący udział wyników odsetkowych w wyniku działalności bankowej. W aktywach całego sektora bankowego największą pozycję nadal stanowiły kredyty dla sektora niefinansowego (37%), ale od kilku lat obserwowany jest stopniowy wzrost udziału papierów wartościowych (34% na koniec analizowanego okresu), w szczególności papierów dłużnych emitowanych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa (19%). Kredyty mieszkaniowe pozostały największym składnikiem portfela kredytowego, a jednocześnie od połowy roku ich wzrost był wspierany przez rządowy program dopłat do oprocentowania („Bezpieczny kredyt 2%”). Popyt na pozostałe kategorie kredytów był niewielki i łączna wartość kredytów dla sektora niefinansowego nie wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem.
- Głównym źródłem finansowania działalności banków krajowych były depozyty sektora niefinansowego (60%). Zadłużenie z tytułu emisji papierów dłużnych stanowiło jedynie około 2% sumy bilansowej sektora bankowego¹. Wejście w życie docelowego poziomu MREL przyczyniło się jednak do zwiększenia nominalnej wartości zobowiązań kwalifikowalnych w bilansach banków, w tym emisji instrumentów dłużnych.
- Wskaźniki zyskowności sektora bankowego w 2023 r. wyraźnie się poprawiły, nadal jednak były niższe od wartości dla innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Banki osiągały również przeciętnie niższe stopy zwrotu z kapitału w porównaniu z innymi instytucjami finansowymi i przedsiębiorstwami niefinansowymi działającymi w Polsce. Do poprawy zyskowności banków przyczyniły się przede wszystkim wyniki odsetkowe. Podobnie jak

¹ Z wyłączeniem emisji BGK na fundusze celowe.

w poprzednich latach istotnym obciążeniem dla wyników pozostawały znaczne odpisy na ryzyko prawne związane z portfelami walutowych kredytów mieszkaniowych.

- Przeciętne wyposażenie kapitałowe sektora bankowego pozostało wysokie, a znaczne nadwyżki ponad wymogi regulacyjne i nadzorcze zapewniały bezpieczeństwo działania i nie stanowiły przeszkody dla rozwoju działalności banków (nadwyżki kapitałowe ponad wymogi i bufony kapitałowe w grudniu 2023 r. wynosiły około 9% TREA). Z uwagi na wysoki poziom funduszy własnych banków w relacji do wartości aktywów wskaźnik dźwigni w krajowym sektorze bankowym wyniósł 8%, wobec regulacyjnego minimum 3%.
- W 2023 r. kontynuowana była poprawa sytuacji finansowej sektora spółdzielczego. W wyniku procesów konsolidacyjnych liczba banków spółdzielczych zmalała do 492. Tylko 10 banków pozostawało poza systemami ochrony instytucjonalnej (IPS). Jakość portfela kredytowego banków spółdzielczych poprawiła się, jednak nadal była niższa niż w sektorze banków komercyjnych (głównie w zakresie kredytów dla przedsiębiorstw). Zysk netto sektora wyniósł 4,7 mld zł i był o prawie 50% wyższy niż w 2022 r. Przyczyniły się do tego przede wszystkim wyniki odsetkowe, co było efektem relatywnie wysokich stóp procentowych. Kontynuowana poprawa zyskowności banków spółdzielczych przełożyła się na dalsze wzmocnienie ich pozycji kapitałowej.
- W celu oceny perspektyw rozwoju sektora bankowego przygotowane zostały prognozy dynamiki akcji kredytowej. Prognoza akcji kredytowej ogółem dla sektora niefinansowego przewiduje spadek tej dynamiki do około 1,13% r/r w II kwartale 2025 r. oraz późniejszą powolną odbudowę do około 1,8% r/r na koniec horyzontu prognozy (IV kwartał 2026 r.). Prawdopodobieństwo wystąpienia ujemnej dynamiki kredytów wynosi około 0,25 (między I kwartałem 2025 r. a IV kwartałem 2026 r.). Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za stosunkowo powolny powrót dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego do długookresowej średniej (około 5%) jest niski popyt na kredyt w sektorze przedsiębiorstw.
- Prognozy agregatów kredytowych wskazują, że na koniec horyzontu prognozy relacja kredytów dla przedsiębiorstw do PKB może osiągnąć najniższy poziom w historii (około 9,3%), a relacje kredytów dla sektora niefinansowego i konsumpcyjnych będą się utrzymywały na poziomach nieobserwowanych od 2006 r. (odpowiednio około 28% PKB i około 6% PKB). Relacja kredytów mieszkaniowych do PKB może osiągnąć poziom z 2014 r. (około 11%).
- Wielkość aktywów sektora spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych (SKOK) od kilku lat stopniowo rośnie, jednak skala ich działalności w 2023 r. nadal była niewielka. W wyniku procesów konsolidacyjnych liczba kas zmniejszyła się do 18, co przyczyniło się do dalszej koncentracji sektora. Zauważalny spadek dochodów odsetkowych, połączony z niską efektywnością kosztową oraz wysokimi kosztami ryzyka kredytowego, sprawił, że sektor SKOK był nierentowny. Mimo pewnej poprawy sytuacja kapitałowa kas była zróżnicowana, a współczynnik wypłacalności dla całego sektora na koniec 2023 r. pozostawał poniżej wymaganego prawem minimum.
- W 2023 r. spółki leasingowe udzieliły finansowania w rekordowej kwocie ponad 100 mld zł, z czego 87% pochodziło z umów leasingu, a pozostałe 13% stanowiły pożyczki. Podobnie jak

w poprzednich latach leasing służył przede wszystkim do nabywania środków transportu drogowego, a pożyczki finansowały głównie zakup maszyn i urządzeń. Biorąc pod uwagę łączną wartość nowo sfinansowanych aktywów, krajowy rynek leasingu zajmował piątą pozycję w Europie. Wypracowany przez przedsiębiorstwa leasingowe w 2023 r. zysk netto był o 67% niższy niż w roku ubiegłym, a rentowność kapitału własnego obniżyła się z 15% do 5%.

- Podmioty świadczące usługi faktoringu w 2023 r. wykupiły wierzytelności o wartości 500 mld zł, o 6,8% więcej niż rok wcześniej. Wierzytelności te obejmowały 27,1 mln faktur nabytych od 24,8 tys. przedsiębiorstw. Podmiotami świadczącymi usługi faktoringowe były głównie banki i spółki z bankowych grup kapitałowych, których udział w rynku wyniósł 88,4%. Działalność polskich faktorów była świadczona najczęściej w formie faktoringu pełnego.
- Według danych GUS firmy pożyczkowe w 2023 r. udzieliły pożyczek na kwotę 19,6 mld zł (wzrost o prawie 20% w porównaniu z poprzednim rokiem), w tym 12,2 mld zł stanowiły umowy zawarte z osobami fizycznymi. Z kolei wartość kredytów i pożyczek udzielonych przez banki we współpracy z pośrednikami kredytowymi wyniosła 47 mld zł i była o 19% wyższa niż w 2022 r. Najważniejszymi produktami oferowanymi gospodarstwom domowym przez tych pośredników były kredyty hipoteczne oraz pożyczki i kredyty gotówkowe. W 2023 r. firmy windykacyjne przyjęły do obsługi 9,9 mln wierzytelności o nominalnej wartości 45,4 mld zł. Dominowały wierzytelności konsumenckie, *gros* pozyskanych wierzytelności przyjęto do obsługi na zlecenie.
- W 2023 r. aktywa netto krajowych funduszy inwestycyjnych zwiększyły się o 19,1% w porównaniu z rokiem poprzednim, a ich wartość na koniec grudnia wyniosła 337,1 mld zł. Było to najwyższe roczne tempo wzrostu tego sektora w okresie ostatnich siedmiu lat. Złożyły się na niego przede wszystkim bardzo dobre wyniki finansowe funduszy oraz dodatnie saldo napływu środków do FIO i SFIO. Do inwestowania w tytuły uczestnictwa zachęcały inwestorów wzrosty rynkowych wycen instrumentów finansowych. Zjawisko to nie występowało natomiast w funduszach zamkniętych, które szósty rok z rzędu odnotowały odpływ klientów, a wzrost ich aktywów netto był możliwy głównie dzięki wypracowanemu wynikowi z operacji. Pod względem liczby największą część sektora tworzyły fundusze zamknięte, w aktywach netto umocniła się natomiast przewaga funduszy otwartych (na koniec grudnia 58% aktywów netto sektora). Poprawa sytuacji na rynkach finansowych znalazła odzwierciedlenie w wynikach funduszy otwartych. W analizowanym okresie większość podmiotów osiągnęła dwucyfrowe stopy zwrotu. Wynik z operacji całego sektora był istotnie wyższy niż rok wcześniej i przekroczył 33,5 mld zł. W przypadku funduszy otwartych głównymi źródłami dodatnich wyników były przede wszystkim niezrealizowane zyski z wyceny lokat oraz odsetki od instrumentów dłużnych, natomiast w funduszach zamkniętych najistotniejsze okazały się przychody z lokat (w tym przychody odsetkowe oraz dodatnie saldo różnic kursowych). Wzrost aktywów zarządzanych funduszy przełożył się na poprawę sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych. Wartość ich wynagrodzenia z tytułu zarządzania funduszami, stanowiąca główne źródło przychodów TFI, wzrosła o 20%, a tempo zmian wysokości poniesionych kosztów było niższe niż przychodów.

- W analizowanym okresie po raz kolejny obserwowano wzrost aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych, jak również liczby ASI oraz zarządzających nimi podmiotów. Na koniec grudnia 2023 r. działalność prowadziło 437 alternatywnych spółek inwestycyjnych. Ich łączna suma bilansowa wzrosła w ciągu roku o prawie 3,0 mld zł i na koniec roku wyniosła 12,5 mld zł. Liczba podmiotów zarządzających takimi spółkami zwiększyła się z 324 do 364. Wśród nich dominowały te, które prowadziły działalność na podstawie wpisu do rejestru KNF (jedynie dwa podmioty posiadały zezwolenie). W analizowanym okresie wartość przeprowadzonych w Polsce inwestycji *private equity* (2,1 mld zł) była zbliżona do odnotowanej rok wcześniej, a kwota tzw. wyjść z inwestycji (ponad 3,5 mld zł) była ponad trzykrotnie wyższa niż w 2022 r. i była to największa wartość inwestycji zakończonych w analizowanym okresie wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej.
- W 2023 r. wartość aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych zwiększyła się o 51,7 mld zł, do 208,1 mld zł na koniec roku. Było to spowodowane bardzo wysokimi wynikami z inwestycji, przy jednoczesnym odpływie netto środków z funduszy. Po raz pierwszy od 2018 r. zmniejszyła się liczba otwartych funduszy emerytalnych (z 10 do 8). Portfel inwestycyjny OFE składał się w ponad 90% z akcji. Mimo wzrostu aktywów funduszy sektor PTE odnotował niższe wyniki finansowe niż w poprzednim roku (484,9 mln zł) oraz niższy wskaźnik ROE (19,8%).
- W 2023 r. wartość aktywów zgromadzonych w ramach dobrowolnych oszczędności emerytalnych zwiększyła się o 44,1% i wyniosła 74,8 mld zł (PPE – 25,6 mld zł, IKE – 18,2 mld zł, IKZE – 9,2 mld zł, PPK – 21,8 mld zł). Przyrost aktywów odnotowano we wszystkich formach, przy czym najwyższym tempem wzrostu charakteryzowały się PPK (81,6%). W porównaniu z poprzednim rokiem w ramach III filara prowadzono więcej kont (5,8 mln) oraz zebrano wyższe składki (15,1 mld zł).
- W 2023 r. wartość aktywów sektora ubezpieczeń wzrosła o prawie 30 mld zł, do 213,5 mld zł na koniec roku. Wyższe tempo zmian obserwowano w ubezpieczeniach majątkowych niż w ubezpieczeniach na życie, przez co różnica między aktywami obu działów powiększyła się do 42 mld zł. Na wzrost aktywów wpłynęła wyższa wycena lokat oraz, w mniejszym stopniu, wzrost skali działalności. Składka przypisana brutto wyniosła 77,7 mld zł (o 5,4 mld zł więcej niż w 2022 r.), z czego 22,8 mld zł zebrano w dziale I, a 54,8 mld zł w dziale II. Wynik finansowy sektora ubezpieczeń w 2023 r. wzrósł (z 5,7 mld zł w 2022 r.) do najwyższej w historii wartości – 9,5 mld zł. Zysk działu I wyniósł 3,3 mld zł, a działu II – 6,2 mld zł. Ponadprzeciętne wyniki były głównie zasługą zysków z lokat, w tym niezrealizowanych, a w mniejszym stopniu podstawowej działalności ubezpieczeniowej. Na koniec 2023 r. wszystkie zakłady ubezpieczeń spełniały wymogi kapitałowe, a sektor miał duże nadwyżki ponad te wymogi. Pokrycie kapitałowego wymogu wypłacalności dopuszczonymi środkami własnymi wyniosło 268% w dziale I i 217% w dziale II. Wypłacalność całego krajowego sektora wyniosła 231% (o 10 pkt procentowych mniej niż na koniec 2022 r.) i znalazła się poniżej średniej dla krajów EOG (257%).
- Krajowe podmioty maklerskie prowadziły działalność przede wszystkim na rynkach regulowanych i ASO organizowanych przez GPW i BondSpot. W 2023 r. warunki prowadzenia

tej działalności nie zmieniły się istotnie, pomimo silnego wzrostu krajowych indeksów giełdowych. Również większe niż w poprzednim roku zainteresowanie organizacją IPO i emisją papierów dłużnych ze strony przedsiębiorstw nie przełożyło się na wyższe zyski domów maklerskich. W rezultacie świadczenie podstawowych usług inwestycyjnych, polegających głównie na oferowaniu instrumentów finansowych oraz przyjmowaniu, przekazywaniu i wykonywaniu zleceń ich nabycia lub sprzedaży, pozostawało nierentowne. Skłaniało to niektóre z domów maklerskich do większego zaangażowania w operacje instrumentami finansowymi na rachunek własny, w tym zawierania transakcji inicjowanych przez klientów detalicznych za pośrednictwem internetowych platform transakcyjnych (tzw. platform *forex*). W 2023 r. – podobnie jak w ubiegłych latach – największy wpływ na łączny wynik finansowy domów maklerskich miały zyski z tytułu wspomnianych operacji.

Rynki finansowe i ich infrastruktura

- Średnioroczna wartość bonów pieniężnych w obiegu, odzwierciedlająca skalę nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, w 2023 r. wyniosła 278 mld zł i była o około 40% wyższa niż rok wcześniej. Do wzrostu wartości tych instrumentów w obiegu przyczynił się przede wszystkim skup netto walut obcych przez NBP oraz wypłaty dyskonta od bonów pieniężnych i odsetek od rezerwy obowiązkowej, dokonywane przez NBP na rzecz banków. W 2023 r. Ministerstwo Finansów nie przeprowadzało emisji bonów skarbowych. Zadłużenie z tytułu KPDP na koniec 2023 r. wyniosło 13,3 mld zł, tj. o 3,8 mld zł więcej niż rok wcześniej. Emisje tych instrumentów przeprowadzały głównie przedsiębiorstwa leasingowe i faktoringowe, których podmiotami dominującymi były banki krajowe.
- Średnie dzienne obroty na rynku lokat międzybankowych w 2023 r. wyniosły 3,1 mld zł i były o około 26% mniejsze w porównaniu z poprzednim rokiem. Ponadto istotnie osłabła obserwowana w okresie od końca 2021 r. do końca 2022 r. ponadprzeciętna aktywność banków w segmencie transakcji o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności. Wielkość i struktura terminowa obrotów na tym rynku były uwarunkowane m.in. niewielką liczbą jego aktywnych uczestników, wymogami ostrożnościowymi w zakresie płynności oraz codziennymi zmianami zapotrzebowania na płynność. Transakcje O/N stanowiły około 98% wartości obrotów na tym rynku. W porównaniu z 2022 r. zmalała zarówno średnia dzienna wartość tych transakcji, jak i ich liczba. Uczestnikami fixingu opracowywanej przez NBP stawki POLONIA było 18 banków.
- W 2023 r. Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych kontynuowała prace zmierzające do zastąpienia kluczowego wskaźnika referencyjnego WIBOR przez nowy wskaźnik typu *risk-free*, którym zgodnie z decyzją Komitetu Sterującego NGR z 2022 r. miałby być WIRON. Indeks ten na początku roku zaczął być używany w umowach i instrumentach finansowych. W styczniu na krajowym rynku finansowym zawarto pierwszą transakcję OIS, w której stanowił on instrument bazowy. W lutym WIRON został wprowadzony jako składnik opłat za wyniki (wynagrodzenia zmiennego) w funduszach inwestycyjnych i tym samym w rozumieniu rozporządzenia BMR stał się wskaźnikiem referencyjnym. 25 października

2023 r. opublikowano komunikat KS NGR informujący o wydłużeniu do końca 2027 r. ostatecznego terminu konwersji wskaźnika WIBOR na nowy wskaźnik typu *risk-free*.

- W 2023 r. zmniejszyły się obroty na krajowym rynku *fx swap* złotego. Średnia dzienna wartość takich operacji wyniosła 25,4 mld zł, tj. o 4% mniej niż rok wcześniej. Dominowały transakcje zawierane między bankami, przy czym na operacje z bankami zagranicznymi przypadało około 90% obrotów na rynku międzybankowym.
- Średnia dzienna wartość operacji warunkowych, realizowanych prawie wyłącznie z wykorzystaniem skarbowych papierów wartościowych, zmalała w porównaniu z rokiem poprzednim o ponad 4% i w 2023 r. wyniosła 18,8 mld zł, na co wpływ miał przede wszystkim spadek obrotów w dominującym segmencie transakcji SBB (o 16%). W przypadku transakcji *repo* odnotowano natomiast istotny wzrost ich średniej dziennej wartości, która w analizowanym okresie wyniosła 4,2 mld zł, tj. o 44% więcej niż w 2022 r.
- Obligacje skarbowe pozostawały dominującym segmentem krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu tych instrumentów finansowych w 2023 r. zwiększyło się o 109,5 mld zł, do 972,4 mld zł na koniec roku. Udział banków krajowych w strukturze inwestorów na tym rynku wzrósł do 43,1% na koniec analizowanego okresu. Zaangażowanie w te instrumenty zwiększyły istotnie także osoby fizyczne (do 111,9 mld zł), co było związane z utrzymującym się w 2023 r. silnym popytem na obligacje oszczędnościowe. Średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych obligacjami skarbowymi wyniosła niespełna 7,5 mld, czyli nieco więcej niż w 2022 r. Kolejny rok z rzędu znacznie wzrosła średnia dzienna wartość transakcji *repo*, przy jednoczesnym spadku wartości transakcji SBB.
- Wartość obligacji z gwarancją Skarbu Państwa emitowanych na rynek krajowy przez BGK i PFR w 2023 r. wzrosła o 17,3 mld zł, do 240,7 mld zł na koniec grudnia. Papiery te charakteryzują się podobnymi parametrami co obligacje skarbowe, jednak mniejsza płynność rynku wtórnego oraz przepisy podatkowe sprawiały, że rentowności tych instrumentów były nieznacznie wyższe od rentowności obligacji skarbowych. Posiadaczami obligacji z gwarancją Skarbu Państwa były głównie banki krajowe oraz NBP, który skupował je z rynku wtórnego w latach 2020–2021 w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku.
- Rola obligacji w finansowaniu działalności krajowych przedsiębiorstw pozostała w 2023 r. niewielka, a struktura tego rynku nie zmieniła się istotnie. Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji na rynek krajowy spadło do 72,9 mld zł. Rynek tych instrumentów charakteryzował się silną segmentacją i dużym udziałem obligacji nierynkowych, które nie były notowane na rynkach zorganizowanych ani nie były przedmiotem obrotu na rynku wtórnym.
- Segment obligacji komunalnych w 2023 r. pozostawał rozdrobniony, co wynikało z małych potrzeb pożyczkowych większości JST oraz powszechnego dzielenia emisji na wiele serii. Na koniec analizowanego okresu w obiegu pozostawało prawie 17,0 tys. serii obligacji komunalnych o łącznej wartości 38,4 mld zł, wyemitowanych przez ponad tysiąc jednostek samorządu terytorialnego. Wartość nowych emisji tych instrumentów istotnie wzrosła do 9,2 mld zł. Płynność rynku wtórnego tych instrumentów finansowych była znikoma.

- Kapitalizacja Głównego Rynku GPW istotnie wzrosła, do 1 440,3 mld zł na koniec 2023 r., a relacja kapitalizacji spółek krajowych do PKB Polski zwiększyła się do 22,3%. W analizowanym okresie na światowych rynkach akcji, w tym na GPW, odnotowano istotne wzrosty cen instrumentów udziałowych. Indeks szerokiego rynku, WIG, w 2023 r. wzrósł o 36,5%, przy czym najmocniej zyskiwały spółki z branży budowlanej oraz banki.
- W 2023 r. średnia dzienna wartość transakcji akcjami na Głównym Rynku GPW wyniosła ponad 1,1 mld zł (spadek o 3,4% w porównaniu z poprzednim rokiem). Wskaźnik płynności tego rynku, liczony jako relacja wartości wspomnianych transakcji do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku, zmniejszył się do 42,3%. W analizowanym okresie utrzymywało się niewielkie zainteresowanie akcjami wśród inwestorów indywidualnych, co wynikało przede wszystkim z większej atrakcyjności innych form lokowania oszczędności, takich jak obligacje skarbowe. W 2023 r. do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje 10 spółek (9 z nich zostało przeniesionych z NewConnect), a łączna wartość IPO wyniosła jedynie niecałe 404 mln zł. Z obrotu wycofano akcje 12 podmiotów, najczęściej na skutek decyzji głównego akcjonariusza. Z kolei wartość akcji wyemitowanych przez podmioty już obecne na Głównym Rynku GPW była wyraźnie mniejsza niż w 2022 r. (8,7 mld zł) i wyniosła 2,7 mld zł.
- W 2023 r. spadło znaczenie rynku NewConnect, po przejściowym wzroście zainteresowania nim w czasie pandemii COVID-19. Wartość obrotów netto akcjami w tym ASO wyniosła 2,3 mld zł (wobec 2,6 mld zł rok wcześniej oraz 14,9 mld zł w 2020 r.), a w strukturze podmiotowej obrotów nadal wyraźnie dominowali inwestorzy indywidualni. Kapitalizacja tego rynku w 2023 r. zmniejszyła się do 12,9 mld zł na koniec roku. Z kolei na rynek GlobalConnect wprowadzono w analizowanym okresie akcje 11 spółek (w efekcie n tym rynku notowane były akcje 16 zagranicznych podmiotów, a wartość obrotów netto tymi akcjami wyniosła 7,1 mln zł).
- Banki zagraniczne, które pełniły funkcję animatorów rynku nominowanych w złotych pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej, w 2023 r. często korzystały z usługi kompresji portfela instrumentów pochodnych. Użycie tej potransakcyjnej techniki pozwalało im w znacznym stopniu zredukować ryzyko operacyjne i kredytowe kontrahenta, wynikające z transakcji wchodzących w skład tego portfela.
- Na podstawie danych NBP, BIS i Banku Anglii można szacować, że średnie dzienne obroty netto na globalnym kasowym rynku złotego w 2023 r. wyniosły około 18,6 mld USD i były o około 8% większe niż rok wcześniej. Wspomniany wzrost wartości transakcji wynikał głównie ze zwiększonej aktywności spekulacyjnej zagranicznych banków i funduszy hedgingowych. Około 88% kasowych operacji złotego było realizowanych na rynku *offshore*, głównie w Londynie i Nowym Jorku. Na krajowym kasowym rynku złotego średnie dzienne obroty wyniosły około 11,9 mld zł, nieznacznie mniej niż rok wcześniej. Rynek ten pozostawał największym lokalnym rynkiem walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej.
- Na krajowym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w 2023 r. obserwowano, szósty rok z rzędu, wyraźny wzrost wartości średnich dziennych obrotów netto. W analizowanym okresie wyniosły one 11,4 mld zł, czyli o ponad

13% więcej niż rok wcześniej. Wpływ na to miało przede wszystkim dużo większe zainteresowanie uczestników rynku transakcjami FRA. Średnie dzienne obroty netto tymi instrumentami zwiększyły się o 19% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosły prawie 7,2 mld zł. Przyczyniły się do tego przede wszystkim zróżnicowane oczekiwania uczestników rynku co do zmian stóp procentowych NBP.

- Średnia dzienna wartość operacji na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych złotego w 2023 r. wyniosła 4,3 mld zł i była mniejsza o ponad 16% w porównaniu z poprzednim rokiem, na co wpływ miało głównie istotne ograniczenie aktywności w jego najbardziej płynnym segmencie – rynku transakcji *forward*. Wpływ na wspomniane zmniejszenie aktywności mógł mieć istotny spadek zmienności kursu złotego w analizowanym okresie, co przekładało się na mniejszy popyt na transakcje zabezpieczające zarówno ze strony przedsiębiorstw niefinansowych, jak i niebankowych instytucji finansowych.
- W 2023 r. wolumen obrotów instrumentami pochodnymi na GPW wyniósł prawie 14,7 mln kontraktów i był o około 6% mniejszy niż rok wcześniej. Jednocześnie wartość wspomnianych obrotów wzrosła o niecałe 4%, co wynikało przede wszystkim ze znacznego wzrostu cen instrumentów udziałowych. Aktywność inwestorów na rynku giełdowych instrumentów pochodnych wciąż była istotnie mniejsza niż na rynku OTC i koncentrowała się w segmencie kontraktów *futures* na indeks WIG20 (ponad 90% całkowitej wartości obrotów na tym rynku).
- W związku z uruchomieniem przez EBC i NBP 20 marca 2023 r. nowego systemu TARGET służącego do rozrachunku pieniężnego w euro w czasie rzeczywistym, KDPW przeniósł do niego wszystkie płatności w tej walucie. W KDPW prowadzono także prace związane z dostosowaniem do projektowanego przez NBP systemu rozrachunku pieniężnego w złotych SORBNET3, w którym planowane jest wdrożenie stosowanego już w systemie TARGET nowego standardu międzybankowych płatności transgranicznych i płatności RTGS.

1. System finansowy w Polsce

1.1. Kierunki ewolucji systemu finansowego w Polsce

Relacja aktywów krajowego systemu finansowego do PKB na koniec 2023 r. wyniosła 118,4%, nieco więcej niż na koniec poprzedniego roku. W Czechach, Słowacji, na Węgrzech i w strefie euro relacja aktywów do PKB nieznacznie zmniejszyła się (tabela 1.1.1). Poziom rozwoju pośrednictwa finansowego, mierzony relacją wartości aktywów systemu finansowego do PKB, zarówno w Polsce, jak i w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, był względnie niski w porównaniu z krajami strefy euro (wykres 1.1.1).

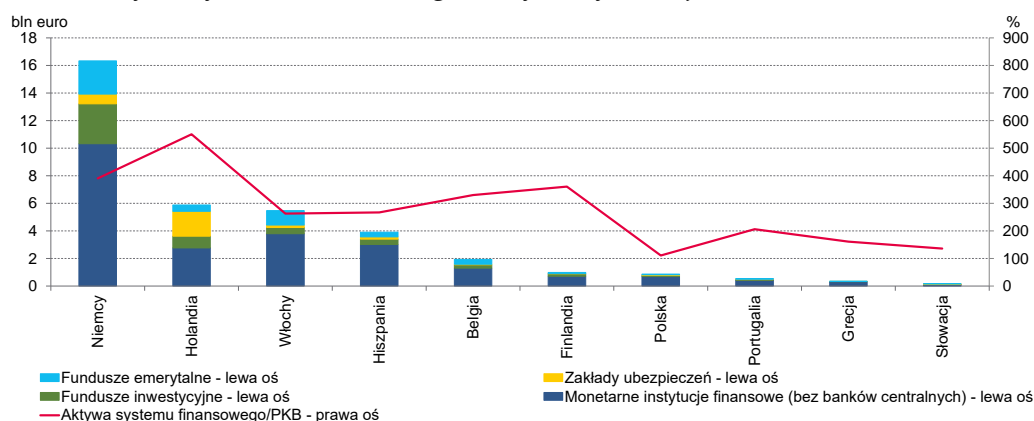
Tabela 1.1.1. Aktywa systemu finansowego¹ w relacji do PKB w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2020–2023 (w %)

	2020	2021	2022	2023
Polska	136,6	133,0	117,3	118,4
Czechy	173,1	173,0	162,7	161,0
Słowacja	138,7	145,8	138,6	133,4
Węgry	142,6	146,0	141,1	138,3
Strefa euro	545,7	544,5	495,0	470,0

¹ Uwzględniono aktywa następujących instytucji finansowych: monetarnych instytucji finansowych (bez banków centralnych), zakładów ubezpieczeń, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, firm leasingowych, faktoringowych, pożyczkowych i domów maklerskich.

Uwaga: ze względu na korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania. Źródło: dla strefy euro ECB Data Portal oraz Eurostat; dla pozostałych krajów dane publikowane przez narodowe banki centralne oraz GUS.

Wykres 1.1.1. Aktywa systemu finansowego w wybranych krajach UE na koniec 2023 r.



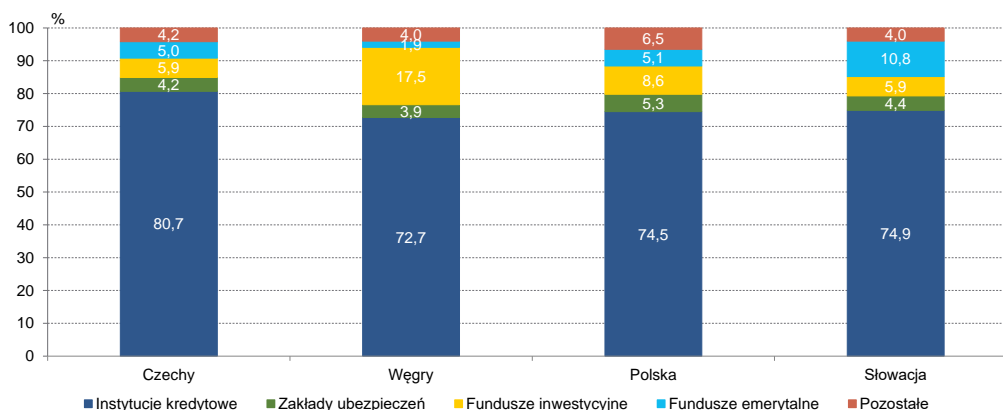
Źródło: opracowano na podstawie danych EBC, Eurostat, GUS i NBP.

Ocena rozwoju systemu finansowego przy wykorzystaniu innych wskaźników prowadzi do podobnych wniosków. MFW na podstawie opracowanego przez siebie Financial Development

Index (FDI)² uwzględnia Polskę w gronie państw o średnim poziomie rozwoju systemu finansowego. Pokazuje także zróżnicowany stopień rozwoju poszczególnych jego segmentów. Przez ostatnie lata rozwój polskiego systemu finansowego opierał się przede wszystkim na instytucjach finansowych (w szczególności sektorze bankowym), przy nieco mniejszym znaczeniu rynków finansowych³.

Instytucje kredytowe odgrywały główną rolę w systemie finansowym w Polsce oraz w innych krajach regionu i stanowiły od 73 do 81% aktywów ich systemów finansowych (wykres 1.1.2). W 2023 r. w przypadku wszystkich analizowanych państw udziały tych instytucji w systemie finansowym były nieznacznie niższe niż rok wcześniej.

Wykres 1.1.2. Struktura systemów finansowych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej na koniec 2023 r. według wartości aktywów



Uwaga: kategoria „Pozostałe” obejmuje aktywa firm leasingowych, faktoringowych, pożyczkowych i domów maklerskich.

Źródło: dla Czech, Węgier i Słowacji dane udostępnione przez narodowe banki centralne, dla Polski dane NBP, UKNF i GUS.

W 2023 r. w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, mimo wzrostu wartości aktywów sektora bankowego, ich relacja do PKB obniżyła się i w porównaniu z krajami strefy euro pozostawała niska (tabela 1.1.2), choć w strefie euro również postępowało zjawisko delewarowania banków. Banki krajowe koncentrowały się na świadczeniu tradycyjnych usług, przede wszystkim przyjmowaniu depozytów od podmiotów niefinansowych i udzielaniu im kredytów.

Na koniec 2023 r. wartość aktywów instytucji tworzących polski system finansowy wyniosła nieco ponad 4,0 bln zł i była o 12,2% wyższa niż rok wcześniej. Wzrost ten był spowodowany przede

² R. Sahay i in., *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note, SDN/15/08, IMF, May 2015 oraz K. Svirydzenka, *Introducing a New Broad-based Index of Financial Development*, IMF Working Paper, WP/16/5, IMF, January 2016.

³ Zob: <https://data.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26-493c5b1cd33b>.

wszystkim zwiększeniem wartości aktywów sektora bankowego i funduszy inwestycyjnych oraz emerytalnych (tabele 1.1.3 i 1.1.4).

Tabela 1.1.2. Stopień rozwoju sektora bankowego (banki komercyjne i spółdzielcze) w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2021–2023 (w %)

	Aktywa/PKB			Kredyty ¹ /PKB			Depozyty ² /PKB		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Polska	97,1	88,5	87,8	43,8	37,1	32,7	58,4	53,4	52,9
Czechy	139,7	131,4	129,9	53,0	49,2	47,3	74,9	70,2	67,2
Węgry	111,3	108,0	100,6	34,6	32,8	30,5	49,3	42,2	37,5
Strefa euro ³	297,2	292,1	269,8	91,0	88,0	81,2	98,5	94,4	87,6

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

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

³ Aktywa, kredyty i depozyty sektora monetarnych instytucji finansowych (bez banków centralnych).

Uwaga: ze względu na korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania. Źródło: dla strefy euro ECB Data Portal; dla pozostałych krajów dane udostępnione przez narodowe banki centralne oraz dane GUS.

Tabela 1.1.3. Aktywa¹ instytucji finansowych w Polsce w latach 2018–2023 (w mld zł)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Instytucje finansowe objęte nadzorem KNF²						
Banki komercyjne ³	1 704,6	1 790,1	2 117,1	2 320,2	2 475,6	2 722,0
Banki spółdzielcze i zrzeszające ³	182,1	201,7	221,3	236,0	239,8	272,2
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	9,6	9,4	9,5	10,0	10,1	10,5
Zakłady ubezpieczeń	191,8	193,0	203,6	197,1	183,6	213,6
Fundusze inwestycyjne	293,4	304,6	302,2	323,4	283,0	337,1
Otwarte fundusze emerytalne	157,3	154,8	148,6	188,0	156,3	208,1
Domy maklerskie	6,6	6,6	9,9	14,3	12,2	12,3
Razem	2 545,4	2 660,2	3 012,2	3 289,0	3 360,6	3 775,8
Inne instytucje finansowe⁴						
Przedsiębiorstwa leasingowe	140,9	148,3	140,2	161,5	185,3	202,4
Przedsiębiorstwa faktoringowe	25,1	28,0	28,8	35,6	39,8	43,8
Firmy pożyczkowe	10,3	13,9	12,6	13,1	13,7	15,1
Razem	176,3	190,2	181,6	210,2	238,8	261,3
Ogółem	2 721,7	2 850,4	3 193,8	3 499,2	3 599,4	4 037,1

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

² Uwzględniono najważniejsze instytucje finansowe objęte nadzorem KNF.

³ Banki prowadzące działalność operacyjną. Do banków komercyjnych zaliczono również oddziały instytucji kredytowych.

⁴ Obejmują najważniejsze kategorie innych niż nadzorowane przez KNF instytucji finansowych, dla których dostępne są dane statystyczne.

Uwaga: ze względu na korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania. Źródło: NBP, UKNF, GUS.

Aktywa sektora bankowego w 2023 r. wzrosły w większym stopniu niż rok wcześniej, ale ich udział w aktywach całego sektora finansowego nieznacznie zmniejszył się i wyniósł 74,2%. Należności od sektora niefinansowego stanowiły największą część aktywów banków (37,2%). Drugą co do wielkości pozycją były papiery wartościowe (33,8%). W porównaniu z 2022 r. ich udział w aktywach sektora bankowego zwiększył się.

Tabela 1.1.4. Przyrost aktywów¹ instytucji finansowych w Polsce w latach 2020–2023 (r/r, w %)

	2020	2021	2022	2023
Instytucje finansowe objęte nadzorem KNF²				
Banki komercyjne ³	18,3	9,6	6,7	10,0
Banki spółdzielcze i zrzeszające ³	9,7	6,6	1,7	13,4
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	1,1	5,3	1,0	4,0
Zakłady ubezpieczeń	5,5	-3,2	-6,8	16,3
Fundusze inwestycyjne	-0,8	7,0	-12,5	19,1
Otwarte fundusze emerytalne	-4,0	26,5	-16,9	33,1
Domy maklerskie	50,0	44,4	-14,7	0,8
Razem	13,2	9,2	2,2	12,4
Inne instytucje finansowe⁴				
Przedsiębiorstwa leasingowe	-5,5	15,2	14,7	9,2
Przedsiębiorstwa faktoringowe	2,9	23,6	11,8	10,1
Firmy pożyczkowe	-9,4	4,0	4,6	10,2
Razem	-4,5	15,7	13,6	9,4
Ogółem	12,0	9,6	2,9	12,2

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

² Uwzględniono najważniejsze instytucje finansowe objęte nadzorem KNF.

³ Banki prowadzące działalność operacyjną. Do banków komercyjnych zaliczono również oddziały instytucji kredytowych.

⁴ Obejmują najważniejsze kategorie innych niż nadzorowane przez KNF instytucji finansowych, dla których dostępne są dane statystyczne.

Uwaga: ze względu na korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.
Źródło: NBP, UKNF, GUS.

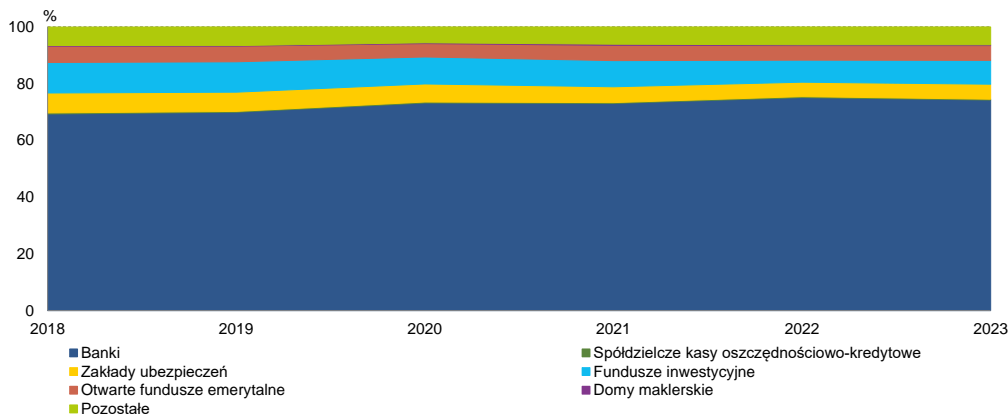
Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w analizowanym okresie wzrosła o 19,1% (do 337,1 mld zł), a ich udział w aktywach całego sektora finansowego zwiększył się z 7,9% w 2022 r. do 8,3% na koniec 2023 r. Było to spowodowane bardzo dobrymi wynikami finansowymi wszystkich rodzajów funduszy oraz dodatnim saldem napływu środków do funduszy otwartych.

W 2023 r. istotnie wzrosła wartość aktywów otwartych funduszy emerytalnych (o ponad 33%) i na koniec grudnia wyniosła 208,1 mld zł, najwięcej od 2014 r. Wzrost ten był związany z dodatnim wynikiem finansowym sektora, który był najwyższy w historii funkcjonowania OFE.

W analizowanym okresie wartość aktywów zakładów ubezpieczeń wzrosła o 16,3%. Wynikało to przede wszystkim ze zwiększenia aktywów działu II (ubezpieczenia majątkowe). Na wzrost wartość aktywów wpływ miała także wyższa wycena lokat.

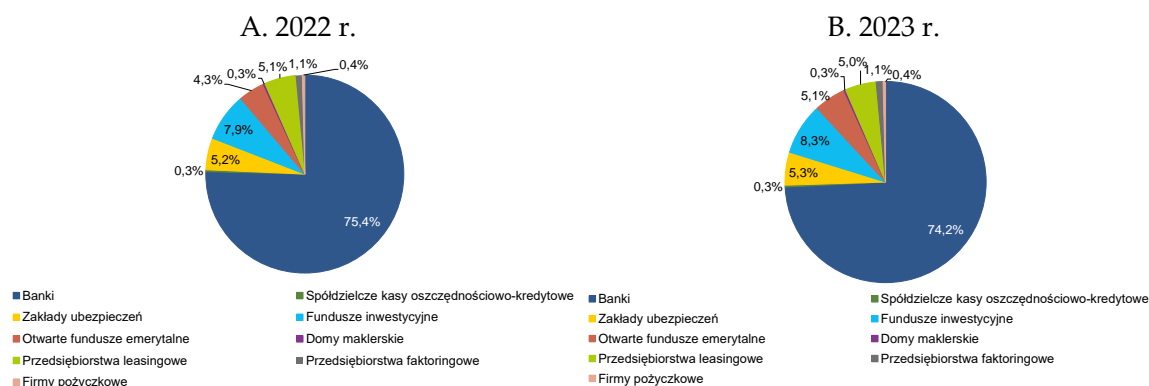
W wyniku tych tendencji udział sektora bankowego w systemie finansowym w 2023 r. nieznacznie spadł. Natomiast zwiększył się udział funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych oraz zakładów ubezpieczeń (wykresy 1.1.3 i 1.1.4).

Wykres 1.1.3. Struktura aktywów systemu finansowego w Polsce w latach 2018–2023



Źródło: NBP, UKNF, GUS.

Wykres 1.1.4. Udział poszczególnych instytucji finansowych w strukturze aktywów polskiego systemu finansowego w 2022 i 2023 r.



Źródło: NBP, UKNF, GUS.

Na koniec 2023 r. działalność operacyjną w Polsce prowadziło 61 banków komercyjnych, w tym 34 oddziały instytucji kredytowych. Ponadto na krajowym rynku funkcjonowały 492 banki spółdzielcze i 2 banki zrzeszające. Wyraźnie zmniejszyła się liczba funduszy inwestycyjnych (tabela 1.1.5).

Rynek bonów pieniężnych w 2023 r. był największym segmentem rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Średnioroczna wartość tych instrumentów pozostających w obiegu istotnie wzrosła w porównaniu z 2022 r. i wyniosła 278 mld zł. Znaczenie rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw pozostawało niewielkie – instrumenty te były emitowane przede wszystkim przez firmy leasingowe i faktoringowe należące do dużych grup bankowych.

W 2023 r., podobnie jak w poprzednich latach, Ministerstwo Finansów nie organizowało sprzedaży bonów skarbowych.

Tabela 1.1.5. Liczba instytucji finansowych w Polsce w latach 2016–2023¹

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Banki komercyjne ²	61	61	61	60	64	65	62	61
Banki zrzeszające ²	2	2	2	2	2	2	2	2
Banki spółdzielcze ²	558	553	549	538	530	511	496	492
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	40	34	30	25	23	22	19	18
Zakłady ubezpieczeń ³	60	61	60	58	59	55	53	52
Fundusze inwestycyjne ⁴	929	905	878	813	737	706	672	650
Otwarte fundusze emerytalne	12	11	10	10	10	10	9	8
Domy maklerskie	46	44	40	38	37	36	33	30

¹ Uwzględniono najważniejsze instytucje finansowe objęte nadzorem KNF, których aktywa zostały ujęte w tabeli 1.1.3. Nie uwzględniono zagranicznych podmiotów, które mogą działać transgranicznie (bez prawnorganizacyjnej obecności w Polsce), oddziałów zakładów ubezpieczeń ani oddziałów zagranicznych firm inwestycyjnych.

² Banki prowadzące działalność operacyjną. Liczba banków komercyjnych obejmuje również oddziały instytucji kredytowych. W 2016 r. – 27, w 2017 r. – 28, w 2018 r. – 31, w 2019 r. – 32, w 2020 r. – 36, w 2021 r. – 37, w latach 2022-2023 – 34 oddziały instytucji kredytowych.

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

⁴ Liczba funduszy, które prowadziły działalność.

Źródło: NBP, UKNF.

Kapitalizacja polskiego rynku akcji w 2023 r. zwiększyła się o 28,7% do 1 453,1 mld zł na koniec roku, do czego przyczynił się prawie wyłącznie wzrost cen akcji, m.in. z powodu obserwowanej pod koniec roku wyraźnej poprawy nastrojów na światowych rynkach finansowych oraz ograniczonego wpływu napięć geopolitycznych na decyzje inwestycyjne uczestników rynku. W analizowanym okresie indeks szerokiego rynku WIG wzrósł o 36,5%, a WIG20 zwiększył się o 30,8%. GPW zachowała pozycję lidera w regionie, pomimo spadku liczby notowanych spółek w porównaniu z 2022 r. (tabela 1.1.6). Wartość obrotów akcjami na rynkach organizowanych przez GPW zmniejszyła się o 3,8%. Najmniej aktywni byli inwestorzy indywidualni, którzy częściej niż w latach ubiegłych wybierali inne formy inwestowania oszczędności (m.in. obligacje skarbowe).

W 2023 r. krajowy rynek obligacji skarbowych był największy w Europie Środkowo-Wschodniej i ósmy w UE. Był to również największy i najbardziej płynny segment krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych oraz jedyny, na którym regularnie i na dużą skalę zawierano transakcje warunkowe (tabela 1.1.7). W analizowanym okresie średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych obligacjami skarbowymi wyniosła 7,2 mld zł, czyli prawie trzy razy mniej niż transakcji *repo* i SBB (łącznie 21,1 mld zł). W strukturze inwestorów na rynku tych instrumentów dominowały banki krajowe, które na koniec 2023 r. zwiększyły zaangażowanie w obligacje skarbowe do 43,1%. Natomiast udział nierezydentów w strukturze nabywców obligacji skarbowych spadł do 13,6% na koniec roku. Wzrosło znaczenie osób fizycznych

(na koniec 2023 r. ich udział w strukturze inwestorów wyniósł 11,5%), co było związane z utrzymującym się dużym popytem na obligacje oszczędnościowe.

Tabela 1.1.6. Charakterystyka rynków akcji w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2021–2023¹

	Kapitalizacja spółek krajowych (w mld euro)			Kapitalizacja spółek krajowych w relacji do PKB (w %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Polska ²	156,6	122,5	177,8	27,4	19,2	22,7
Czechy	33,0	26,9	31,3	14,2	9,8	9,9
Węgry	27,8	22,3	35,2	18,3	13,1	17,9
Strefa euro ³	11 897,8	10 020,3	11 126,6	95,0	73,8	76,7
	Wskaźnik płynności ⁴ (w %)			Liczba notowanych spółek (w tym spółki zagraniczne)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Polska ²	39,2	44,6	31,9	810 (51)	794 (48)	788 (62)
Czechy	13,0	19,6	13,9	55 (34)	59 (35)	30 (5)
Węgry	39,9	44,9	19,0	50 (0)	63 (1)	67 (1)
Strefa euro ³	45,0	52,1	39,6	7 635 (1 302)	6 511 (1 289)	5 823 (1 269)

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

² Wartości dla Polski obliczono na podstawie danych GPW i GUS przy zastosowaniu kursów średnich NBP na koniec poszczególnych lat. Liczba notowanych spółek w 2023 r. uwzględnia spółki z rynku GlobalConnect.

³ Wskaźniki obliczone dla strefy euro obejmują następujące rynki giełdowe: Athens Stock Exchange, Cyprus Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext, Ljubljana Stock Exchange, Luxembourg Stock Exchange, Malta Stock Exchange, NASDAQ Nordics & Baltics, Spanish Exchanges (BME), Wiener Börse oraz od 2023 r. Zagreb Stock Exchange.

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

Uwaga: ze względu na dokonane korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

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

Gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje BGK i PFR stanowiły największy segment rynku nieskarbowych papierów dłużnych. Wartość tych instrumentów finansowych wzrosła na koniec 2023 r. do 240,7 mld zł i była istotnie wyższa niż wartość obligacji przedsiębiorstw (72,9 mld zł), obligacji komunalnych (38,3 mld zł) oraz długoterminowych bankowych papierów dłużnych (26,7 mld zł). Nabywcami obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa, które mają podobną charakterystykę jak obligacje skarbowe, były głównie banki krajowe. W 2023 r. wyraźnie wzrosła wartość nowych emisji obligacji przedsiębiorstw, do czego przyczyniły się duże emisje kilku spółek. Rynek ten wciąż charakteryzował się segmentacją, znacznym udziałem obligacji nienotowanych na rynkach zorganizowanych oraz niską płynnością. Większość obligacji komunalnych wciąż miała nierynkowy charakter, gdyż banki będące agentami emisji traktowały je jako alternatywę wobec udzielania JST kredytów. Obligacje komunalne często pozostawały w portfelach banków do terminu zapadalności, co przyczyniało się do znikomej płynności rynku wtórnego tych instrumentów finansowych.

Obroty na rynku transakcji o charakterze lokacyjnym, które służyły instytucjom finansowym głównie do bieżącego zarządzania płynnością, w 2023 r. zmniejszyły się łącznie o 7%. Spadek aktywności odnotowano we wszystkich segmentach tego rynku (tabela 1.1.7).

Tabela 1.1.7. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku finansowym w latach 2020–2023 (w mln zł)

	2020	2021	2022	2023
Rynek akcji i instrumentów dłużnych				
Akcje i prawa do akcji	1 293,9	1 337,0	1 178,1	1 137,6
Obligacje skarbowe	18 782,4	20 514,6	28 834,7	28 520,3
Bony skarbowe	445,1	99,5	0,0	0,0
Rynek transakcji lokacyjnych				
Transakcje <i>fx swap</i>	16 424,6	19 157,2	26 604,1	25 440,4
Transakcje <i>repo/SBB</i>	11 667,2	12 365,9	19 904,0	18 776,8
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe	3 660,7	3 725,4	4 408,9	3 134,4
Rynek transakcji pochodnych				
Walutowe transakcje <i>forward</i>	1 842,8	5 550,4	3 864,5	2 741,3
Opcje walutowe	323,0	984,9	881,7	932,9
Transakcje CIRS	213,8	326,0	358,1	613,7
Transakcje FRA	2 531,3	4 074,8	5 979,5	7 150,3
Transakcje IRS	3 747,4	4 046,6	4 044,5	4 254,0
Transakcje OIS	0,0	0,0	0,0	1,2
Opcje na stopę procentową	25,5	27,4	16,4	12,8
Kontrakty <i>futures</i> na indeks WIG20	844,1	930,0	1 322,1	1 392,9
Kasowy rynek walutowy	7 514,6	12 051,4	11 884,8	10 185,1

Uwagi:

1. W przypadku obrotów na rynku *fx swap* wartość obrotów wyliczono tylko dla jednej waluty transakcji.
2. Wartość obrotów na rynku obligacji i bonów skarbowych uwzględnia transakcje bezwarunkowe i warunkowe (*repo* i *sell-buy-back*), w tym operacje między nierezydentami. Średnia dzienna wartość operacji bezwarunkowych dla obligacji skarbowych wyniosła 7,1 mld zł w 2020 r., 7,0 mld zł w 2021 r., 7,2 mld zł w 2022 r. oraz 7,4 mld zł w 2023 r.
3. Wartość transakcji warunkowych (*repo* i *sell-buy-back*) wyliczono według wartości wymiany początkowej. Dla transakcji *fx swap* wartość obrotów netto wyliczono według wartości wymiany początkowej.
4. Dla rynków: *fx swap*, walutowego, transakcji *forward*, opcji walutowych oraz instrumentów pochodnych na stopy procentowe zaprezentowano wartość transakcji wymiany z udziałem złotego lub instrumentów nominowanych w złotych.
5. W wartości obrotów akcjami uwzględniono transakcje sesyjne i pakietowe.
6. Wartość obrotów kontraktami *futures* na indeks WIG20 wyliczono według kwot rozliczenia, uwzględniając transakcje sesyjne i pakietowe.
7. Obroty na rynku walutowym oraz pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych obejmują jedynie transakcje zawierane na rynku krajowym. Nie uwzględniają transakcji zawieranych na rynku *offshore*.
8. Obroty na rynkach instrumentów pochodnych stopy procentowej dotyczą instrumentów na stawki krajowego rynku pieniężnego.
9. Ze względu na dokonane korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

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

Podobnie jak w poprzednich latach większość transakcji wymiany złotego i operacji walutowymi pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi zawierano na rynku *offshore*, głównie w Londynie. Operacje, w których co najmniej jedną stroną był bank krajowy, miały niewielki wpływ na kurs złotego. W przypadku instrumentów pochodnych pod względem wartości obrotów i różnorodności oferowanych instrumentów finansowych w Polsce znacznie lepiej rozwinięty był rynek pozagiełdowy. Średnie dzienne obroty netto na rynku OTC w 2023 r. były wielokrotnie większe niż obroty instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW, wśród których największą płynnością charakteryzowały się kontrakty *futures* na indeks WIG20.

1.2. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa na rynku finansowym w Polsce

System finansowy odgrywa ważną rolę w obiegu środków finansowych między podmiotami posiadającymi nadwyżki a podmiotami zgłaszającymi zapotrzebowanie na środki pieniężne. Przepływ tych środków odbywa się za pośrednictwem banków lub rynku finansowego, na którym przedsiębiorstwa emitują papiery wartościowe (akcje lub obligacje). Inwestorzy, w tym gospodarstwa domowe, mogą je nabywać bezpośrednio na rynku finansowym lub za pośrednictwem instytucji finansowych (m.in. funduszy inwestycyjnych).

1.2.1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych

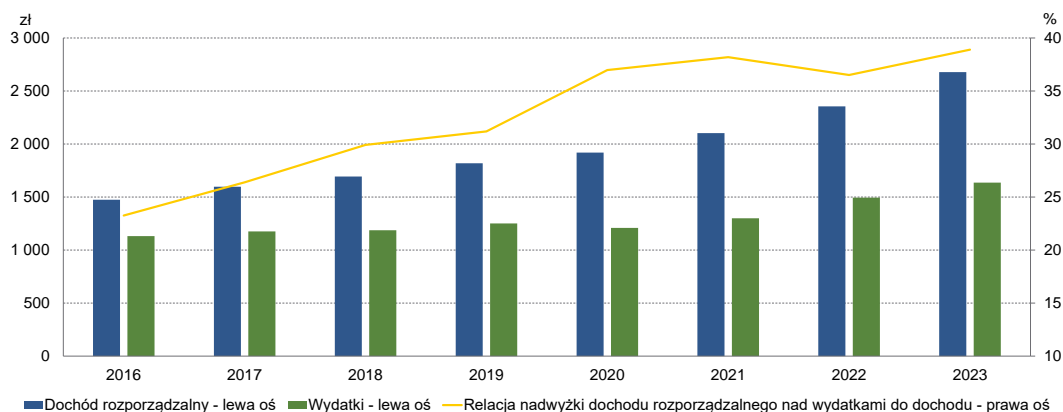
Na sposób oszczędzania gospodarstw domowych wpływają zarówno czynniki mikroekonomiczne (np. ich sytuacja finansowa, wielkość i struktura demograficzna), jak i makroekonomiczne (np. sytuacja gospodarcza kraju, poziom stóp procentowych). W zależności od siły oddziaływania poszczególnych czynników gospodarstwa domowe decydują o wartości utrzymywanych oszczędności oraz wybierają określone produkty oszczędnościowe i inwestycyjne. Oszczędności krajowych gospodarstw domowych, ich zasób oraz forma, mają duże znaczenie z punktu widzenia finansowania inwestycji, oddziaływania na wzrost gospodarczy oraz rozwój systemu finansowego.

W 2023 r. sytuacja materialna gospodarstw domowych nieznacznie się poprawiła w porównaniu z poprzednim rokiem⁴. Przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny na osobę w gospodarstwie domowym⁵ w analizowanym okresie nominalnie wzrósł o 13,7%, do 2 678 zł, a realnie był wyższy o 2,1% od dochodu z 2022 r. Przeciętne miesięczne wydatki na osobę w gospodarstwie domowym wzrosły w analizowanym okresie o 9,4% (realnie były jednak niższe o 1,8%), do 1 636 zł. Nominalnie nadwyżka dochodu rozporządzalnego nad wydatkami wzrosła z 860 zł w 2022 r. do 1 042 zł w 2023 r. (wykres 1.2.1).

Poprawiła się również subiektywna ocena sytuacji materialnej gospodarstw domowych. W 2023 r. 54,0% gospodarstw domowych oceniło swoją sytuację materialną jako „bardzo dobrą” albo „raczej dobrą” (w 2022 r.: 50,6%). Zmniejszył się odsetek gospodarstw domowych postrzegających swoją sytuację jako „raczej złą” albo „złą” (do 4,9% w 2023 r., z 5,9% w 2022 r.).

⁴ Zob. *Sytuacja gospodarstw domowych w 2023 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych*, Informacja Sygnalna, GUS, Warszawa, 31 maja 2024.

⁵ Dochód rozporządzalny gospodarstw domowych to suma bieżących dochodów gospodarstwa domowego z poszczególnych źródeł pomniejszona o zaliczki na podatek dochodowy od osób fizycznych płacone przez płatnika w imieniu podatnika, o podatki od dochodów z własności, podatki płacone przez osoby pracujące na własny rachunek, w tym przedstawicieli wolnych zawodów i osób użytkujących gospodarstwo indywidualne w rolnictwie oraz o składki na ubezpieczenie społeczne i zdrowotne. Dochód rozporządzalny jest przeznaczony na wydatki oraz przyrost oszczędności. Zob. *Metodologia badania budżetów gospodarstw domowych*, GUS, Warszawa, 2011, s. 33.

Wykres 1.2.1. Sytuacja materialna gospodarstw domowych w Polsce w latach 2016–2023

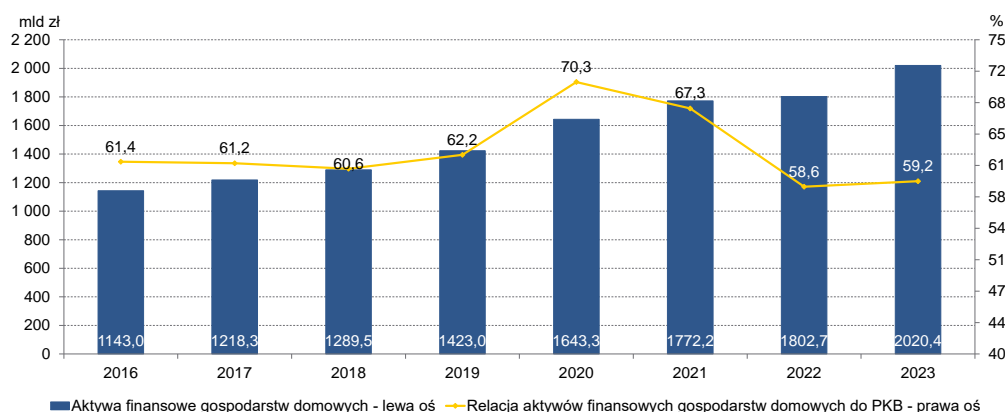
Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

W 2023 r. aktywa finansowe gospodarstw domowych, którymi mogą one swobodnie dysponować⁶, zwiększyły się o 217,7 mld zł (tj. o 12,1%) i na koniec grudnia wyniosły 2 020,4 mld zł, a ich relacja do PKB wzrosła do 59,2% (wykres 1.2.2). Zwiększyła się przede wszystkim wartość posiadanych przez gospodarstwa domowe depozytów bankowych, obligacji skarbowych oraz tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Zmniejszyła się natomiast wartość nieskarbowych papierów wartościowych (tabela 1.2.1).

W strukturze aktywów, podobnie jak w latach poprzednich, dominowały depozyty bankowe oraz gotówka. W 2023 r. przyrost depozytów bankowych był istotnie wyższy niż w poprzednim roku, jednak ich udział w aktywach nieznacznie zmniejszył się, do 60,3% na koniec roku. Wzrost rynkowych wycen instrumentów finansowych wpłynął na zwiększenie zainteresowania gospodarstw domowych funduszami inwestycyjnymi – wartość tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych wzrosła o 34,7% wobec roku poprzedniego do 181,1 mld zł na koniec grudnia (wykres 1.2.3).

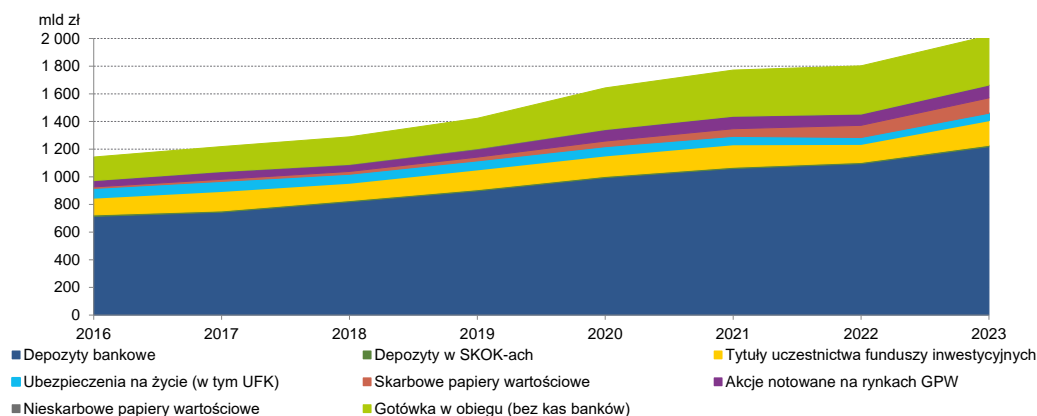
Rosnący udział gotówki i duży udział depozytów bankowych wskazywał na preferowanie przez gospodarstwa domowe w Polsce bezpiecznych sposobów zarządzania nadwyżkami finansowymi. Na koniec 2023 r. gotówka, depozyty w bankach i SKOK-ach stanowiły łącznie aż 78,4% aktywów finansowych gospodarstw domowych (tabela 1.2.1).

⁶ W niniejszej analizie uwzględniono następujące aktywa finansowe gospodarstw domowych, którymi mogą one względnie swobodnie dysponować: depozyty gromadzone w bankach i SKOK-ach, tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych nabyte przez gospodarstwa domowe, aktywa z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym jednostki uczestnictwa ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych - UFK), skarbowe papiery wartościowe, akcje notowane na rynkach organizowanych przez GPW, gotówkę w obiegu pozostającą poza kasami banków oraz nieskarbowe dłużne papiery wartościowe. Nie uwzględniono m.in. środków na rachunkach w otwartych funduszach emerytalnych czy środków przekazanych przez OFE do ZUS w lutym 2014 r., ze względu na ich inny charakter z punktu widzenia możliwości swobodnego dysponowania przez gospodarstwa domowe.

Wykres 1.2.2. Aktywa finansowe gospodarstw domowych w latach 2016–2023

Uwaga: w analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstwa domowe mogą względnie swobodnie dysponować (zob. przypis 5, s. 11). Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od danych zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania. Ze względu na zmiany metodologiczne wyceny aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie, wynikające z wprowadzenia przepisów dyrektywy Wyłącalność II, dane od 2017 r. nie są w pełni porównywalne z danymi za lata poprzednie.

Źródło: opracowano na podstawie danych GUS, UKNF, NBP.

Wykres 1.2.3. Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych w latach 2016–2023 według stanu na koniec okresów

Uwaga: w analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstwa domowe mogą względnie swobodnie dysponować (zob. przypis 5, s. 11). Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od danych zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania. Wartość ubezpieczeń na życie (w tym UFK) jest liczona zgodnie z przepisami dyrektywy Wyłącalność II i obejmuje rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe działu I.

Źródło: opracowano na podstawie danych UKNF, NBP.

Zaangażowanie gospodarstw domowych w obligacje skarbowe wzrosło o 26,8%, do 111,5 mld zł na koniec 2023 r. Po spadku w ostatnich latach wartość aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie w portfelu gospodarstw domowych⁷ wzrosła o 9,8%, do 50,4 mld zł na koniec grudnia.

⁷ Wartość aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie (także w przypadku ubezpieczeń z UFK) liczona jest jako wartość rezerw techniczno-ubezpieczeniowych dla celów wypłacalności, wycenionych zgodnie z przepisami dyrektywy

Tabela 1.2.1. Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz ich struktura w latach 2020–2023, według stanu na koniec okresów

	2020	2021	2022	2023
Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych (w mld zł)				
Depozyty bankowe	993,8	1 059,9	1 094,4	1 218,0
Depozyty w SKOK-ach	8,9	9,4	9,3	9,8
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	152,1	165,6	134,4	181,1
Z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK)	62,7	57,5	45,9	50,4
Skarbowe papiery wartościowe	40,8	55,1	87,9	111,5
Nieskarbowe papiery wartościowe	3,2	1,5	2,7	2,6
Akcje notowane na rynkach GPW	80,8	89,0	80,3	90,9
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	301,0	334,1	347,8	356,1
Ogółem	1 643,3	1 772,2	1 802,7	2 020,4
Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych (w %)				
Depozyty bankowe	60,5	59,8	60,7	60,3
Depozyty w SKOK-ach	0,5	0,5	0,5	0,5
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	9,3	9,4	7,5	9,0
Z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK)	3,8	3,2	2,5	2,5
Skarbowe papiery wartościowe	2,5	3,1	4,9	5,5
Nieskarbowe papiery wartościowe	0,2	0,1	0,1	0,1
Akcje notowane na rynkach GPW	4,9	5,0	4,5	4,5
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	18,3	18,9	19,3	17,6

Uwagi: W analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstwa domowe mogą względnie swobodnie dysponować (zob. przypis 5, s. 11). Wartość aktywów gospodarstw domowych z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) jest liczona zgodnie z przepisami dyrektywy Wyplacalność II i obejmuje rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe działu I. Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od danych zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: opracowano na podstawie danych UKNF, NBP.

1.2.2. Zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw

Dobra sytuacja polskich przedsiębiorstw, pozwalająca na korzystanie z własnych środków, ograniczała zapotrzebowanie na kredyt bankowy. Niemniej jednak wartość kredytów dla przedsiębiorstw nieznacznie wzrosła w 2023 r. Tempo wzrostu kredytów inwestycyjnych było względnie stabilne. Natomiast popyt na kredyty o charakterze bieżącym zmniejszył się.

Najważniejszymi pozabankowymi źródłami finansowania małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) w Polsce w 2023 r., zgodnie z wynikami badań prowadzonych przez Komisję Europejską (SAFE)⁸, były leasing, kredyt bieżący i kredyt handlowy⁹ (wykres 1.2.4). Z leasingu korzystało 38%

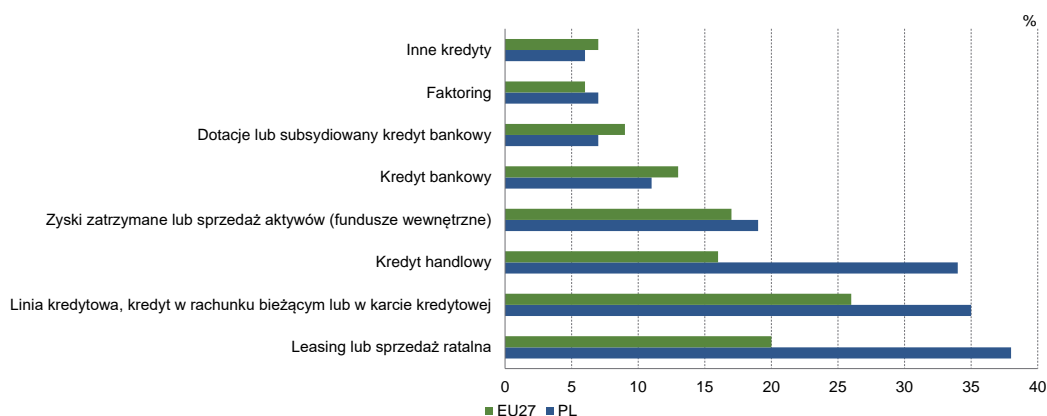
Wyplacalność II, tj. Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE L335 z 2009 r., s. 1).

⁸ *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Analytical Report 2023*, European Commission, Brussels, December 2023. Raport dostępny na stronie internetowej: https://single-market-economy.ec.europa.eu/document/download/498e0a83-f1db-4a1f-8cc7-b20fa9a7effd_en?filename=Analytical%20Report%20SAFE%202023.pdf

⁹ Linia kredytowa, kredyt w rachunku bieżącym lub w karcie kredytowej.

MSP, co plasowało Polskę na pierwszym miejscu w UE (średnia dla UE wynosiła 20%). Z kredytu bieżącego korzystało 35% MSP (4. miejsce w UE, średnia dla UE: 26%). Z kredytu handlowego korzystało 34% MSP (3. pozycja w UE, średnia dla UE: 16%).

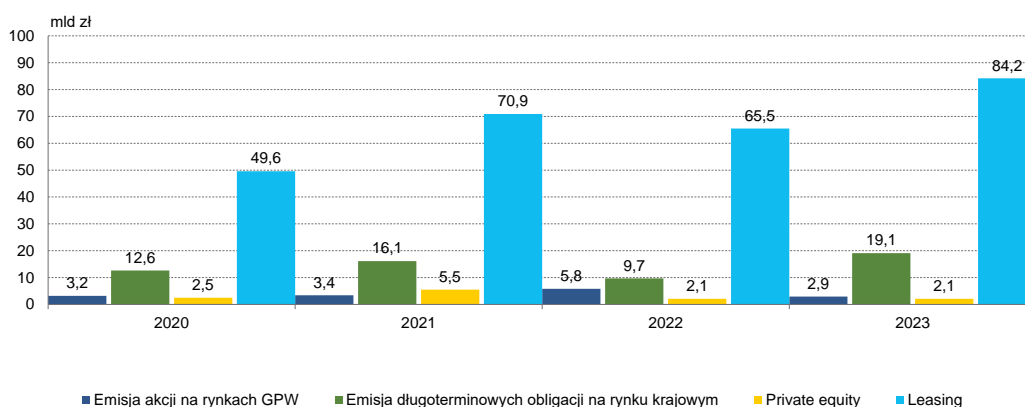
Wykres 1.2.4. Odsetek małych i średnich przedsiębiorstw korzystających z wybranego źródła finansowania w Polsce i w UE w 2023 r.



Źródło: opracowano na podstawie *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) 2023*, Komisja Europejska.

Dane krajowe również wskazują leasing jako najważniejsze źródło finansowania przedsiębiorstw w 2023 r. (wykres 1.2.5). Skala finansowania udzielonego przez spółki leasingowe zwiększyła się istotnie w porównaniu z 2022 r. W strukturze aktywów sfinansowanych przez spółki leasingowe dominowały środki transportu drogowego, w tym samochody osobowe.

Wykres 1.2.5. Wybrane pozabankowe zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2020–2023



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

Przedsiębiorstwa w 2023 r. pozyskały na krajowym rynku obligacji finansowanie o wartości 19,1 mld zł (wobec 9,7 mld zł w 2022 r.). Wzrost ten był jednak rezultatem zaledwie kilku pojedynczych dużych emisji.

Wartość nowych akcji wprowadzonych w 2023 r. do obrotu na rynkach organizowanych przez GPW (Główny Rynek GPW i NewConnect) była mniejsza niż rok wcześniej i wyniosła 2,9 mld zł. Do obrotu na wspomnianych rynkach wprowadzono akcje 24 krajowych przedsiębiorstw (Główny Rynek GPW – 10, New Connect – 14), przy czym w przypadku 9 z nich doszło do przeniesienia notowań akcji z ASO na rynek regulowany. Pod względem wartości IPO 2023 r. był jednym z najsłabszych w historii.

2. Regulacje systemu finansowego

Rozwój systemu finansowego zależy nie tylko od warunków ekonomicznych, ale także od regulacji dotyczących instytucji i rynków finansowych. W rozdziale przedstawiono najważniejsze zmiany w regulacjach finansowych, które wprowadzono w 2023 r., zarówno w prawie krajowym, jak i europejskim. Działania podejmowane w UE, mające na celu stworzenie jednolitego europejskiego rynku finansowego i zapewnienie stabilności jego funkcjonowania, wytyczają główne kierunki przyszłych zmian regulacji dotyczących systemu finansowego w Polsce. Wiele norm prawnych wynika z wejścia w życie rozporządzeń Rady i PE, aktów delegowanych lub wykonawczych KE oraz z dostosowania krajowego prawa do wymogów dyrektyw unijnych.

2.1. Zmiany w regulacjach krajowych

W niniejszym podrozdziale omówiono najistotniejsze krajowe akty prawne uchwalone w 2023 r., mające wpływ na funkcjonowanie systemu finansowego. Opis zmian w prawie krajowym przedstawiono w podziale na regulacje dotyczące nadzoru i usług płatniczych, instytucji finansowych (banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i pozostałych instytucji finansowych) oraz rynków finansowych i ich infrastruktury.

Ustawa o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku

Ustawa z 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (dalej: ustawa o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego)¹⁰ wprowadziła ważne nowelizacje aktów prawnych regulujących różne sektory krajowego systemu finansowego. Celem tych zmian była m.in. realizacja niektórych postulatów zawartych w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego¹¹, odnoszących się do ograniczenia barier w świadczeniu usług finansowych, uproszczenia procedur licencyjnych, czy też wzmocnienia ochrony inwestorów indywidualnych. Nowelizacje te dotyczyły przede wszystkim:

- ustawy o usługach płatniczych¹²,
- ustawy Prawo bankowe¹³,
- ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających¹⁴,

¹⁰ Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2023 r., poz. 1723).

¹¹ Uchwała nr 114 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (M.P. z 2019 r., poz. 1027).

¹² Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 30).

¹³ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 2488 z późn. zm.).

¹⁴ Ustawa z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 352).

- ustawy o funduszach inwestycyjnych¹⁵,
- ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹⁶,
- ustawy o obligacjach¹⁷,
- ustawy o ofercie publicznej¹⁸.

2.1.1. Regulacje dotyczące nadzoru i usług płatniczych

Zmiany w ustawie o usługach płatniczych

Ustawa o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego wprowadziła zmiany w procedurach nadzorczych określonych w ustawie o usługach płatniczych. Rozwiązania, które weszły w życie 29 września 2023 r., zniosły obowiązek zasięgnięcia opinii Prezesa NBP (jako organu współdziałającego w postępowaniu administracyjnym) przy wydawaniu przez KNF zezwolenia krajowej instytucji płatniczej na świadczenie usługi acquiringu¹⁹.

2.1.2. Regulacje dotyczące instytucji finansowych

Zmiany w ustawach w zakresie emisji obligacji kapitałowych i zaciągania pożyczek podporządkowanych

Ustawa z 14 kwietnia 2023 r.²⁰, która weszła w życie 1 października 2023 r., wprowadziła do polskiego porządku prawnego możliwość emisji obligacji kapitałowych. Emitentami wspomnianych instrumentów finansowych mogą być wyłącznie banki krajowe, domy maklerskie, zakłady ubezpieczeń oraz zakłady reasekuracji. Celem przyjęcia ustawy było m.in. rozszerzenie katalogu instrumentów kapitałowych, które umożliwiają spełnianie wymogów w zakresie funduszy własnych przez banki i domy maklerskie, a także środków własnych w przypadku zakładów ubezpieczeń i reasekuracji. Ze względu na codo zasady większe ryzyko obligacji kapitałowych niż innych papierów dłużnych nabywcami tych instrumentów finansowych mogą być tylko klienci profesjonalni²¹, zaś minimalna wartość nominalna pojedynczej obligacji została

¹⁵ Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 681 z późn. zm.).

¹⁶ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 722).

¹⁷ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 708).

¹⁸ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 620).

¹⁹ Zgodnie z przepisami przejściowymi ustawy o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego wszelkie postępowania dotyczące wydawania takich zezwoleń, wszczęte i niezakończone przed wspomnianą datą, miały być prowadzone wyłącznie przez organ właściwy (tj. KNF), bez uwzględniania opinii Prezesa NBP.

²⁰ Ustawa z dnia 14 kwietnia 2023 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, ustawy o obligacjach, ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2023 r., poz. 825 z późn. zm.).

²¹ Zgodnie z art. 39b lit. a)–m) ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 646 z późn. zm.).

ustalona na 400 tys. zł (lub równowartość tej kwoty wyrażoną w innej walucie). W warunkach emisji obligacji kapitałowych muszą znajdować się informacje o możliwości wstrzymania lub umorzenia odsetek, umorzenia w całości lub części wartości nominalnej oraz konwersji obligacji na akcje emitenta.

W przypadku banków i domów maklerskich, w zależności od sposobu sformułowania warunków emisji, obligacje kapitałowe mogą zostać zaliczone do funduszy własnych klasy AT1 (*Additional Tier 1*) albo T2 (*Tier 2*). Obligacje kapitałowe zaliczane do klasy AT1 muszą umożliwiać absorpcję nieoczekiwanych strat na zasadzie *going concern*, w związku z czym nie mają określonego terminu zapadalności oraz pozwalają emitentowi na ich umorzenie albo zamianę na akcje w przypadku zajścia tzw. zdarzenia inicjującego. Zdarzenie inicjujące, zgodnie z rozporządzeniem CRR²², zostało określone jako spadek wskaźnika CET1 (*Common Equity Tier 1*) poniżej 5,125% (warunki emisji mogą wskazywać wyższy poziom). Z kolei krajowe zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji będą miały możliwość zakwalifikowania wyemitowanych obligacji kapitałowych do środków własnych kategorii 1, 2 lub 3.

Ponadto omawiana ustawa określiła zasady zaciągania przez banki, domy maklerskie oraz zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji pożyczek podporządkowanych. Mogą one zostać zakwalifikowane jako instrumenty klasy AT1 (dla banków i domów maklerskich) albo jako pozycje środków własnych kategorii 1, 2 albo 3 (dla zakładów ubezpieczeń i reasekuracji). Nowe przepisy wyłączyły prawo udzielającego pożyczkę podporządkowaną do jej wypowiedzenia oraz odstąpienia od zawartej umowy, co było niezbędne ze względu na bezterminowy charakter takiego instrumentu, zgodnie z wymogami rozporządzenia CRR. Podobnie jak w przypadku obligacji kapitałowych minimalna kwota wspomnianej pożyczki wynosi 400 tys. zł, a katalog pożyczkodawców jest ograniczony do klientów profesjonalnych.

Rekomendacja KNF dotycząca dobrych praktyk w zakresie bancassurance

Rekomendacja U²³, która zastąpiła rekomendację z 2014 r., kieruje nowe zalecenia do banków krajowych i oddziałów banków zagranicznych, SKOK-ów oraz oddziałów instytucji kredytowych, które oferują ubezpieczenia krajowych oraz zagranicznych zakładów ubezpieczeń, wykonujących działalność ubezpieczeniową na terenie Polski. Zgodnie z rekomendacją adresaci powinni wprowadzić odpowiednie i proporcjonalne mechanizmy pozwalające na okresową kontrolę procedur oferowania produktów ubezpieczeniowych. Rekomendacja zawiera m.in. wytyczne odnoszące się do zapewnienia klientom odpowiedniej wartości oferowanych produktów w relacji do składki ubezpieczeniowej brutto oraz uwzględnienia interesu klienta i wysokości kosztów ochrony ubezpieczeniowej w wynagrodzeniach otrzymywanych z tytułu pośrednictwa

²² Rozporządzenie Parlamentu europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 1 z późn. zm.).

²³ Uchwała nr 243/2023 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 czerwca 2023 r. w sprawie wydania Rekomendacji U dotyczącej dobrych praktyk w zakresie *bancassurance* (Dz. Urz. KNF z 2023 r., poz. 15).

ubezpieczeniowego. SKOK-i powinny dostosować się do zawartych zaleceń i dobrych praktyk do 1 stycznia 2025 r., a pozostali adresaci do 1 lipca 2024 r.

2.1.2.1. Regulacje dotyczące sektora bankowego

Zmiany w ustawach dotyczące funkcjonowania banków

W 2023 r. ustawą o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego dokonano kilku istotnych zmian w ustawie Prawo bankowe oraz ustawie o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających. W ustawie Prawo bankowe wprowadzono rozwiązania umożliwiające bankom krajowym prowadzenie działalności maklerskiej i inwestycyjnej w ramach jednej licencji bankowej²⁴. Banki, które prowadziły działalność maklerską w formie biura maklerskiego w dniu wejścia w życie przepisów omawianej ustawy (tj. 29 września 2023 r.), musiały uzyskać zezwolenie KNF na zmianę statutu, polegającą na uzupełnieniu jego treści o wykonywane czynności maklerskie. Inne wprowadzone wspomnianą ustawą przepisy dotyczące prowadzenia działalności przez banki obejmowały:

- uproszczenie obowiązujących procedur w zakresie outsourcingu i podoutsourcingu oraz dostosowanie ich do wytycznych EBA²⁵ (m.in. umożliwienie udzielenia przez bank ogólnej zgody na podoutsourcing, dopuszczenie przekazywania podmiotom zewnętrznym spoza EOG wykonywania czynności związanych z działalnością bankową bez obowiązku uzyskania poprzedniej zgody KNF),
- wprowadzenie uprawnień dla KNF do nakładania kar na członków zarządu oraz rady nadzorczej banku za naruszenie przepisów prawa, również po zaprzestaniu wykonywania funkcji lub zajmowania stanowiska przez osobę odpowiedzialną za dane naruszenie.

Z kolei w zakresie działalności banków spółdzielczych najważniejsze zmiany dotyczyły:

- wprowadzenia rozwiązań uprawniających organy banków spółdzielczych oraz jednostek zarządzających²⁶ do podejmowania uchwał z wykorzystaniem środków bezpośredniego porozumiewania się na odległość (przed zmianą przepisów podejmowanie uchwał w tym trybie było ograniczone do okresu obowiązywania stanu zagrożenia epidemicznego, stanu epidemii, stanu wyjątkowego albo stanu klęski żywiołowej oraz w okresie do 90 dni następujących po ustaniu wspomnianych stanów),

²⁴ Szerzej na temat wprowadzenia jednej licencji do prawa polskiego w ramce 4.9.1.

²⁵ Wytyczne w sprawie outsourcingu, EBA 25 lutego 2019, EBA/GL/2019/02, dokument dostępny na stronie: https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2761380/7551b1c5-534d-44aa-b524-61eb8929154d/EBA%20revised%20Guidelines%20on%20outsourcing_PL.pdf.

²⁶ Na podstawie art. 22d ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszeniu i bankach zrzeszających jednostka zarządzająca może być utworzona w formie spółki akcyjnej albo spółdzielni osób prawnych w celu zarządzania systemem ochrony dla banków spółdzielczych. Zadaniem wspomnianego systemu jest zapewnienie płynności i wypłacalności każdego jego uczestnika, w szczególności przez udzielanie pożyczek, gwarancji i poręczeń członkom systemu.

- uzupełnienia o zebranie przedstawicieli katalogu organów uprawnionych do podejmowania uchwał w trybie pisemnym lub przy wykorzystaniu środków bezpośredniego porozumiewania się na odległość,
- zastosowania upomnienia KNF jako środka oddziaływania nadzorczego wobec organów systemu ochrony (wprowadzenie gradacji środków nadzorczych, analogicznych do rozwiązań znajdujących się w ustawie Prawo bankowe).

Ustawa o pomocy państwa w oszczędzaniu na cele mieszkaniowe

Ustawa ta określa zakres wsparcia udzielanego przez państwo w systematycznym oszczędzaniu na cele mieszkaniowe oraz wprowadzenia okresowych dopłat do rat kredytów hipotecznych udzielanych na zakup pierwszego mieszkania²⁷. Określono w niej zasady gromadzenia oszczędności na wspomniane cele na rachunku oszczędnościowym („Konto Mieszkaniowe”) oraz na rachunku terminowej lokaty oszczędnościowej („Lokata Mieszkaniowa”), a także warunki nabywania uprawnienia do premii mieszkaniowej w związku z gromadzeniem oszczędności na koncie i lokacie oraz naliczania i wypłaty tej premii.

Ponadto omawiany akt prawny wprowadził zmiany w ustawie o rodzinnym kredycie mieszkaniowym²⁸, polegające na określeniu zasad udzielania kredytów mieszkaniowych z prawem dopłaty do rat („Bezpieczny kredyt 2%”) z Rządowego Funduszu Mieszkaniowego. Program zakładał stałe oprocentowanie kredytu zabezpieczonego hipotecznie na poziomie 2% dla 120 pierwszych rat. Dodatkowo, bank mógł naliczać marżę kredytową oraz prowizję od udzielonego kredytu. Dopłata stanowiła różnicę między średnim oprocentowaniem kredytów o stałej stopie udzielanych przez banki a oprocentowaniem 2%.

Zmiany w przepisach wykonawczych do ustawy o BFG

W związku z opublikowaniem 21 lutego 2023 r. przez EBA zmienionych wytycznych w sprawie metod obliczania składek na rzecz systemu gwarantowania depozytów²⁹ znowelizowano rozporządzenie Ministra Finansów³⁰. W nowych przepisach wykonawczych wprowadzono m.in. nowe wzory obliczeniowe dla różnych metod kalkulacji składek na fundusze gwarantowania

²⁷ Ustawa z dnia 26 maja 2023 r. o pomocy państwa w oszczędzaniu na cele mieszkaniowe (Dz.U. z 2023 r., poz. 1114).

²⁸ Ustawa z dnia 1 października 2021 r. o rodzinnym kredycie mieszkaniowym i bezpiecznym kredycie 2% (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 531).

²⁹ Wytyczne (zmienione) w sprawie metod wyliczania składek na rzecz systemu gwarancji depozytów na mocy dyrektywy 2014/49/UE, uchylającej i zastępującej wytyczne EBA/GL/2015/10, EBA 21 lutego 2023, EBA/GL/2023/02, dokument dostępny na stronie: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2023/EBA-GL-2023-02/Translations/1057510/Revised%20GL%20on%20DGS%20contributions%20%28EBA%20GL%202023%2002%29_PL.pdf.

³⁰ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 5 grudnia 2023 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie sposobu określania profilu ryzyka banków i oddziałów banków zagranicznych oraz uwzględniania tego profilu w wyznaczaniu składek na fundusz gwarancyjny banków (Dz.U. z 2023 r., poz. 2773).

depozytów (*stock-based method* oraz *flow-based method*), uwzględniające niespłacone zobowiązania systemu gwarantowania depozytów.

Zmiany w ustawie o kredycie konsumenckim

Ustawa o konsumenckiej pożyczce lombardowej³¹ wprowadziła w ustawie o kredycie konsumenckim³² zmianę polegającą na zastosowaniu wobec rolników, w zakresie finansowania działalności rolniczej, analogicznej ochrony jak w przypadku konsumentów zaciągających kredyt konsumencki.

Zmiany w przepisach wykonawczych do ustawy Prawo bankowe

Rozporządzenie Ministra Finansów z 22 września 2023 r.³³ wydłużyło okres obowiązywania niższych wag ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach do 30 września 2025 r. Zgodnie z przepisami wykonawczymi ekspozycjom zabezpieczonym hipoteką na nieruchomości mieszkalnej, w przypadku której wysokość raty kapitałowej lub odsetkowej uzależniona jest od zmian kursu waluty lub walut innych niż waluty przychodów osiągniętych przez dłużnika, banki po spełnieniu określonych warunków mogą stosować niższe wagi ryzyka. Jednym z tych warunków jest powiadomienie klientów o gotowości przystąpienia banku do postępowań polubownych. Kolejny warunek to utworzenie rezerw lub odpisów pokrywających oczekiwane straty związane z tymi ekspozycjami.

Rekomendacja KNF dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie

Nowa Rekomendacja S³⁴ zawiera katalog oczekiwań nadzorczych, które odnoszą się do procesu przyznawania kredytów zabezpieczonych hipotecznie. Zalecenia skierowane są do wszystkich banków objętych przepisami prawa polskiego oraz, w ograniczonym zakresie, do oddziałów instytucji kredytowych prowadzących działalność w Polsce. Najważniejsze zmiany, które wprowadziła nowelizacja Rekomendacji S, dotyczą:

- uwzględnienia przez bank, który przystąpi do programu „Bezpieczny kredyt 2%”, specyfiki tego programu przy ocenie zdolności kredytowej,
- modyfikacji bufora na wzrost stóp procentowych, stosowanego w procesie obliczania zdolności kredytowej klienta (co do zasady obniżenie z 5 pkt procentowych do 2,5 pkt procentowego; w przypadku kredytów mieszkaniowych z okresowo stałym oprocentowaniem bufor może być

³¹ Ustawa z dnia 14 kwietnia 2023 r. o konsumenckiej pożyczce lombardowej (Dz.U. z 2023 r., poz. 1285 z późn. zm.).

³² Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 1028 z późn. zm.).

³³ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 22 września 2023 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach (Dz.U. z 2023 r., poz. 2047).

³⁴ Uchwała nr 242/2023 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 19 czerwca 2023 r. zmieniająca uchwałę w sprawie wydania Rekomendacji S dotyczącej dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie (Dz. Urz. KNF z 2023 r., poz. 14).

niższy niż 2,5 pkt procentowego, o ile klient zdecyduje się na stopę stałą przez ponad 60 miesięcy),

- wprowadzenia nowych oczekiwań odnośnie do zarządzania strukturą terminową aktywów i źródeł finansowania przez uwzględnianie wyników analiz poziomu nadpłat wynikającego ze stosowanego przez bank modelu szacującego wysokość wcześniejszych spłat,
- wprowadzenia nowych informacji o ryzyku związanym z kredytem hipotecznym, które powinny być przekazywane klientom.

KNF oczekuje, że banki dostosują swoją działalność do nowej Rekomendacji S do 1 lipca 2024 r.

Rekomendacja KNF dotycząca zasad gromadzenia i przetwarzania przez banki danych o rynku nieruchomości

Uchwalona w marcu 2023 r. Rekomendacja J³⁵ zastąpiła wcześniejszą rekomendację z 2012 r. o podobnej problematyce. Zawiera ona dobre praktyki w zakresie gromadzenia i przetwarzania przez banki danych o rynku nieruchomości, zawartych w wewnętrznych i zewnętrznych bazach danych, wspomagających proces zarządzania ryzykiem związanym z ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie. Nowe zalecenia KNF dotyczą wszystkich banków, dla których udział ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie we własnych portfelach kredytowych przekracza 10%. Podmioty te mają dostosować swoją działalność do nowej rekomendacji do 31 grudnia 2023 r., a w zakresie kategorii identyfikujących nieruchomości w bazach danych o rynku nieruchomości – do 31 marca 2024 r.

2.1.2.2. Regulacje dotyczące spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych

Zmiany w ustawie o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych

Ustawa z 7 lipca 2023 r.³⁶ wprowadziła zmiany w ustawie o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych³⁷, mające na celu poprawę ich pozycji kapitałowej oraz wzrost efektywności ich działania. Zgodnie z nowymi przepisami spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe mogą pozyskiwać kapitał w postaci udziału inwestorskiego, z którym nie wiąże się członkostwo w spółdzielni, a jedynie prawo do udziału w podziale nadwyżki bilansowej kasy. Udziały te mogą być obejmowane jedynie przez inwestorów zewnętrznych (tj. osoby prawne niebędące członkami kasy i niekorzystające z jej usług). Pozyskane w ten sposób środki zaliczane są do funduszu udziałowego.

³⁵ Uchwała nr 119/2023 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 24 marca 2023 r. w sprawie wydania Rekomendacji J dotyczącej zasad gromadzenia i przetwarzania przez banki danych o rynku nieruchomości (Dz. Urz. KNF z 2023 r., poz. 10).

³⁶ Ustawa z dnia 7 lipca 2023 r. o ogólnoeuropejskim indywidualnym produkcie emerytalnym (Dz.U. z 2023 r., poz. 1843).

³⁷ Ustawa z dnia 5 listopada 2009 r., o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych (tekst jednolity Dz.U. 2024 r., poz. 512 z późn. zm.).

W ustawie o SKOK-ach ustanowiono górny limit wartości udziałów inwestorskich na poziomie 50% wartości funduszu udziałowego, tak aby ograniczyć ryzyko nadmiernej koncentracji. Aby zapewnić stabilność finansowania za pomocą tej formy kapitału zewnętrznego, wypowiedzenie udziałów inwestorskich nie będzie możliwe w przypadku, gdy kasa znajdzie się w trudnej sytuacji finansowej, spowodowanej np. obniżeniem lub ryzykiem obniżenia współczynnika wypłacalności. Będzie również nieskuteczne, gdy ich kwota przewyższy nadwyżkę bilansową kasy za rok, w którym posiadacz udziału inwestorskiego wystąpił o zwrot (w części przewyższającej nadwyżkę bilansową). Ponadto na kasę nałożony został obowiązek niezwłocznego poinformowania KNF o wypowiedzeniu udziałów inwestorskich i wystąpieniu o zwrot wpłat dokonanych na te udziały.

Kolejną istotną zmianą było zwolnienie z podatku dochodowego środków z pomocy bezzwrotnej udzielanej kasom z funduszu stabilizacyjnego Kasy Krajowej. Rozwiązanie to powinno obniżyć koszty restrukturyzacji kas i umożliwić pełne wykorzystanie środków pomocowych m.in. w procesach łączeniowych tych podmiotów.

Ponadto nowe przepisy rozszerzyły katalog usług świadczonych przez Kasę Krajową o wydawanie instrumentów płatniczych oraz prowadzenie rachunków i pośredniczenie w przeprowadzaniu rozliczeń finansowych dla małych instytucji płatniczych i krajowych instytucji płatniczych, krajowych instytucji pieniądza elektronicznego oraz biur usług płatniczych. W zmienionej ustawie wprowadzono możliwość utworzenia przez Kasę Krajową specjalnego funduszu kas, służącego finansowaniu wspólnych działań wizerunkowych, edukacyjnych i promocyjnych sektora SKOK-ów.

Pozostałe zmiany dotyczyły:

- umożliwienia świadczenia usług przekazu pieniężnego, obsługi kasowej oraz pośrednictwa finansowego dla osób niebędących członkami kas,
- przyznania kasom analogicznego jak w przypadku banków uprawnienia do prowadzenia rachunków powierniczych,
- umożliwienia posługiwania się nazwą „Unia Kredytowa”, która przyjęta jest powszechnie w nomenklaturze międzynarodowej,
- umożliwienia członkostwa w kasie spółkom jawnym, spółkom partnerskim i spółkom komandytowym.

2.1.2.3. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych

Zmiany w ustawie o funduszach inwestycyjnych w celu dostosowania do regulacji unijnych

Jednym z celów zmian wprowadzonych ustawą z 14 kwietnia 2023 r.³⁸ było dostosowanie krajowych przepisów do wymogów dyrektywy 2021/2261³⁹ w zakresie stosowania przez zarządzających funduszami dokumentów zawierających tzw. kluczowe informacje. Ponadto nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych i podmiotach zarządzających alternatywnymi funduszami zapewniła stosowanie przepisów rozporządzenia PRIIP⁴⁰. Tym samym fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte przekazują inwestorom indywidualnym KID (*key information document*) zawierający kluczowe informacje, który zastąpił dotychczasowy KIID (*key investor information document*)⁴¹. Dzięki standaryzacji wprowadzonej rozporządzeniem PRIIP nowy dokument ułatwi inwestorom detalicznym porównywanie różnych klas produktów zbiorowego inwestowania, w tym ubezpieczeniowych i inwestycyjnych. Prezentowany dotychczas w KIID wskaźnik ryzyka inwestycyjnego SRRI (*Syntetic Risk and Reward Indicator*) zastąpiono wskaźnikiem SRI (*Summary Risk Indicator*), który oprócz dotychczas uwzględnianego ryzyka rynkowego obejmuje również ryzyko kredytowe emitenta. Ponadto w nowym dokumencie są prezentowane scenariusze stóp zwrotu w czterech wariantach: korzystnym, umiarkowanym, niekorzystnym oraz scenariuszu warunków skrajnych. Dodatkowo, KID zawiera szczegółowy podział kosztów obciążających klienta oraz uwzględnia ich wpływ na stopy zwrotu z inwestycji w różnych horyzontach czasowych. Omawiane przepisy weszły w życie 13 maja 2023 r.

³⁸ Ustawa z dnia 14 kwietnia 2023 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, ustawy o obligacjach, ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2023 r., poz. 825 z późn. zm.).

³⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/2261 z dnia 15 grudnia 2021 r. w sprawie zmiany dyrektywy 2009/65/WE w odniesieniu do stosowania dokumentów zawierających kluczowe informacje przez spółki zarządzające przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz. Urz. UE L455 z 2021 r., s. 15).

⁴⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) (Dz. Urz. UE L352 z 2014 r., s. 1 z późn. zm.).

⁴¹ Towarzystwo funduszy inwestycyjnych może również zdecydować o przekazywaniu KID inwestorom innym niż indywidualni lub udostępnić im KIID.

Zmiany w ustawie o funduszach inwestycyjnych wprowadzone ustawą o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego

Rozwiązania przyjęte w ustawie o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego wprowadziły istotne zmiany w funkcjonowaniu funduszy portfelowych⁴². Dotyczą one wymogów w zakresie dokumentów informacyjnych, które podmioty te muszą przygotowywać oraz udostępniać inwestorom. Zgodnie z nowymi przepisami fundusze portfelowe są zobowiązane sporządzać prospekt informacyjny (zamiast prospektu emisyjnego), który będzie zatwierdzany przez KNF na etapie tworzenia funduszu. Zawartość tego dokumentu jest określona analogicznie do tej, która dotyczy funduszy inwestycyjnych otwartych. Zniesiony został natomiast obowiązek corocznego zatwierdzania tego dokumentu przez KNF, a jego aktualizacja będzie następowała przez sporządzenie tekstu jednolitego (co najmniej raz w roku). Intencją ustawodawcy było ograniczenie kosztów oraz nakładu pracy (zarówno po stronie funduszy, jak i nadzoru) związanego z koniecznością spełniania tego wymogu, który powodował także problemy związane z procesem zapisów na certyfikaty inwestycyjne, prowadząc *de facto* do przerywania ciągłości ich emisji i wykupów (stanowiącej podstawową cechę funduszu portfelowego). Ponadto doprecyzowano definicję funduszu portfelowego, wskazując, że emitowane przez niego certyfikaty inwestycyjne mogą być przedmiotem obrotu wyłącznie na rynkach zorganizowanych. Fundusze portfelowe zostały także ujęte wprost w definicji publicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W wyniku wprowadzonych zmian fundusze portfelowe uzyskały możliwość publikacji składu portfela inwestycyjnego na bazie dziennej.

Przepisy ustawy o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego zniosły ciężący na dystrybutorach obowiązek comiesięcznego przekazywania towarzystwom funduszy inwestycyjnych (TFI) wykazu czynności, które mają na celu poprawienie jakości świadczonych usług, oraz dokumentów potwierdzających poniesione z tego tytułu koszty, jak również obowiązek dokonywania przez TFI weryfikacji zgodności tych czynności z przepisami oraz interesem uczestników. Zmiana ta wyeliminowała z krajowego porządku prawnego przepisy, które powodowały istotne trudności w zakresie rozliczeń między dystrybutorami a TFI.

W mocy pozostały wymogi determinujące dopuszczalność przekazywania tzw. zachęt, tj. wynagrodzenia wypłacanego przez TFI dystrybutorom jednostek uczestnictwa⁴³. Jednocześnie

⁴² Fundusz portfelowy prowadzi działalność w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego oraz dokonuje w sposób ciągły emisji certyfikatów inwestycyjnych, które zgodnie z jego statutem są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, pod warunkiem, że fundusz ten lokuje aktywa w sposób określony w odpowiednich przepisach ustawy, tj. jego portfel inwestycyjny opiera się na papierach wartościowych, które stanowią podstawę do ustalenia wartości indeksu rynku regulowanego, albo jego portfel ma skład określony w statucie (portfel bazowy).

⁴³ Co do zasady, zakazane jest przyjmowanie przez dystrybutorów świadczeń pieniężnych oraz niepieniężnych w związku ze świadczeniem usług w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa. Art. 32a ust. 7 ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi

do ustawy wprowadzono usługę dystrybucji jednostek uczestnictwa FIO lub SFIO⁴⁴ oraz wyłączono świadczenie tej usługi spod reżimu zachęt. Umową o jej świadczenie mogą być objęte m.in.: przyjmowanie zapisów na jednostki uczestnictwa, przyjmowanie zleceń zbycia, odkupienia, zamiany lub konwersji, a także przyjmowanie innych dyspozycji lub oświadczeń (np. dotyczących aktualizacji danych uczestnika). Zgodnie z nowymi przepisami źródłem wypłaty wynagrodzenia za świadczenie tej usługi może być wyłącznie wynagrodzenie stałe towarzystwa za zarządzanie funduszem inwestycyjnym, którego ta usługa dotyczy. Wskazano również, że świadczenie tej usługi na rzecz towarzystwa lub funduszu nie może prowadzić do zwiększenia wynagrodzenia TFI za zarządzanie ani do obciążenia kosztami aktywów funduszu. Niektóre z rozwiązań przyjętych przez ustawodawcę nawiązują kształtem do obowiązujących dotychczas w zakresie stosowania zachęt. W przypadku wynagrodzenia ustalanego kwotowo jego stawka musi być bowiem określona odrębnie dla każdej czynności będącej przedmiotem umowy o świadczenie usługi dystrybucji, a podstawą do wypłaty takiego świadczenia (może to nastąpić jednorazowo lub w określonych ratach) jest wyłącznie wartość faktycznie wykonanych czynności.

Zmiany wprowadzone w zakresie możliwości wynagradzania dystrybutorów jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oznaczają, że na krajowym rynku będą funkcjonowały dwa równoległe reżimy prawne. Istotne jest, jak ukształtuje się praktyka rynkowa w zakresie stosowania nowych przepisów. Ważne będzie obserwowanie tego procesu oraz podejmowanie działań zapobiegających ewentualnym nadużyciom w tym obszarze (np. dwukrotnego pobierania opłaty za te same czynności).

W ustawie o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego wprowadzono dodatkowe rozwiązania w zakresie likwidacji funduszu inwestycyjnego. Dotyczą one kwestii braku podmiotu pełniącego funkcję likwidatora w sytuacji cofnięcia zezwolenia towarzystwu wyznaczonemu do prowadzenia procesu likwidacji, przy jednoczesnym braku depozytariusza likwidowanego funduszu. W takim przypadku likwidatora będzie ustanawiał sąd rejestrowy. Nowe przepisy doprecyzowały także źródła pokrycia kosztów likwidacji, gdyby nie było możliwe ich pokrycie z aktywów likwidowanego funduszu. Jeśli pojawi się taka konieczność, to koszty te będą subsydiarnie ponoszone przez dotychczasowe towarzystwo lub spółkę, która pełniła funkcję towarzystwa przed utratą zezwolenia.

W wyniku wejścia w życie przepisów wspomnianej ustawy z grona inwestorów alternatywnych spółek inwestycyjnych (ASI) zostali wyłączeni klienci detaliczni. Nie mogą oni nabywać ani praw uczestnictwa, ani obligacji emitowanych przez ASI. Ustawodawca zdecydował ponadto o wprowadzeniu zakazu udzielania przez osoby fizyczne pożyczek tym podmiotom. Zmiany te mają na celu ograniczenie dostępu nieprofesjonalnym uczestnikom do inwestycji, z którymi

określa katalog czynności wyłączonych spod tego reżimu. Wśród nich znajdują się świadczenia przyjmowane bezpośrednio od klientów lub od osób trzecich, które są niezbędne do wykonania usług na rzecz klienta, a także świadczenia mające na celu poprawienie jakości usług świadczonych klientowi lub potencjalnemu klientowi.

⁴⁴ Przepisy dotyczące usługi dystrybucji nie mają zastosowania do funduszy zdefiniowanej daty.

wiąże się duże ryzyko utraty środków. Za inwestora profesjonalnego mogą być uznane osoby, których wiedza oraz doświadczenie zostaną zweryfikowane przez zarządzającego ASI, a wartość zainwestowanego kapitału będzie wynosiła co najmniej 60 tys. euro. KNF została uprawniona do wykreślenia (z urzędu) z prowadzonego rejestru tych zarządzających, którzy uzyskali wpis, jednak nie uiszcili związanej z tym opłaty (na wykonanie tego obowiązku podmioty mają 6 miesięcy), a także w przypadku nieprzekazania przez nich w określonym terminie sprawozdań okresowych. Zarządzający ASI zostali ponadto zobowiązani do prowadzenia strony internetowej (dotychczas taki obowiązek miały jedynie spółki akcyjne).

Omawiana ustawa rozszerzyła ponadto możliwości łączenia funduszy inwestycyjnych zamkniętych zarządzanych przez jedno towarzystwo o inne typy takich funduszy, które nie działają jako fundusze publiczne. Dotychczasowe regulacje miały zastosowanie wyłącznie do funduszy aktywów niepublicznych, których certyfikaty nie były oferowane w drodze oferty publicznej i nie były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym ani wprowadzone do obrotu w alternatywnym systemie obrotu. Do połączenia funduszy niezbędna jest zgoda ich uczestników wyrażona w formie uchwały zgromadzenia inwestorów. Nie jest natomiast wymagana zgoda KNF. Uchwalone przepisy zabezpieczają ponadto interes uczestników łączonych podmiotów przez nałożenie obowiązku dostosowania portfela inwestycyjnego do wymogów przewidzianych przepisami prawa oraz statutem.

Zgodnie z nowymi rozwiązaniami FIZ oraz TFI uzyskały możliwość identyfikowania uczestników funduszy oraz pozyskania informacji na temat posiadanej przez nich liczby certyfikatów. Dane te będą udostępniane na wniosek przez podmioty prowadzące rachunki papierów wartościowych lub rachunki zbiorcze, a także za pośrednictwem KDPW. Nowe przepisy umożliwiają pobieranie opłat za taką usługę, jednak zastrzeżono, że opłaty te nie mogą być dyskryminujące i muszą być proporcjonalne do faktycznie poniesionych kosztów.

Zmiany w zakresie funkcjonowania funduszy portfelowych dały asumpt m.in. do modyfikacji zasad nabywania ich certyfikatów przez FIO. W rezultacie limit inwestycji FIO w tytuły uczestnictwa jednego funduszu portfelowego został zwiększony z 5% do 20%, tj. został zrównany z limitem obowiązującym dla funduszy inwestycyjnych otwartych. Ponadto zmieniono maksymalne terminy na zbycie lub odkupienie jednostek uczestnictwa FIO z 7 dni kalendarzowych do 5 dni roboczych. Dodatkowo, doprecyzowano budzące wątpliwości przepisy dotyczące lokowania środków przez FIZ w nieruchomości, wskazując jednoznacznie, że jest to możliwe również po upływie okresu dostosowawczego. TFI uzyskały natomiast prawo do nabywania papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa.

Zmiany w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych dotyczące zasad rozliczania dochodów z funduszy inwestycyjnych

Ustawą z 26 maja 2023 r.⁴⁵ wprowadzono zmiany w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych⁴⁶ (PIT) w zakresie zasad rozliczania dochodów z funduszy inwestycyjnych. Uchwalone przepisy umożliwiają uczestnikom funduszy inwestycyjnych kompensację zysków i strat z tytułu jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych z zyskami i stratami z tytułu innych inwestycji kapitałowych. Konsekwencją zmian było przeniesienie obowiązków płatnika podatku na uczestników funduszy inwestycyjnych. W efekcie, w sytuacji osiągnięcia przez inwestora dochodu z tytułu m.in. umorzenia, odkupienia, czy wykupienia tytułów uczestnictwa, instytucja finansowa przekaze klientowi kwotę przeznaczoną do wypłaty bez uprzedniego potrącenia podatku od zysków kapitałowych. Uczestnik funduszu będzie zobligowany do samodzielnego obliczenia i zapłaty tego podatku. Nie uległa jednak zmianie stawka podatku od dochodów uzyskiwanych z tego rodzaju inwestycji (19%). Zachowane zostały także dotychczasowe zasady opodatkowania jednostek uczestnictwa w ramach produktów emerytalnych (IKE, IKZE, PPE, PPK) oraz świadczeń wypłacanych z wypracowanego dochodu funduszu.

Zmiany w ustawie o gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach eksportowych

Nowelizacja ustawy z 13 lipca 2023 r. nadała Skarbowi Państwa uprawnienia do interwencji w przypadku wystąpienia sytuacji nadzwyczajnej, a także wprowadziła rozwiązania wspierające transformację energetyczną w Polsce. Nowy zakres instrumentów gwarantowanych istotnie wykracza poza dotychczasowe ubezpieczenia kredytów eksportowych.

Do zakresu podstawowej działalności Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych (KUKE) wprowadzono możliwość reasekuracji ubezpieczeń casco, odpowiedzialności cywilnej, kredytów i ryzyka finansowego, o ile zdarzenia objęte ubezpieczeniem wystąpiły na terytorium Polski i miały charakter nadzwyczajny. Nowelizacja ustawy rozszerzyła także katalog podmiotów mogących skorzystać z ochrony ubezpieczeniowej o polskie oddziały przedsiębiorstw zagranicznych, które eksportują krajowe towary i usługi. Wśród nowych zadań KUKE pojawiły się działania związane z łagodzeniem negatywnych zmian klimatu oraz zapewnieniem bezpieczeństwa energetycznego kraju. Dzięki ubezpieczeniom udzielanym przez KUKE przedsiębiorstwa będą mogły otrzymać rekompensatę w przypadku wystąpienia szkody lub niewykonania umowy przez kontrahenta w związku z materializacją ryzyka handlowego, politycznego lub nierynkowego.

⁴⁵ Ustawa z dnia 26 maja 2023 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2023 r., poz. 1059 z późn. zm.).

⁴⁶ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 226 z późn. zm.).

Ustawa o ogólnoeuropejskim indywidualnym produkcie emerytalnym

Wspomniana ustawa z 7 lipca 2023 r.⁴⁷ miała na celu umożliwienie stosowania przepisów rozporządzenia 2019/1238 w sprawie ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego (OIPE)⁴⁸ Konstrukcja tego produktu w zakresie wpłat i wypłat środków oraz ich opodatkowania jest podobna do przewidzianej w IKE. Uczestnik może rocznie zainwestować maksymalnie trzykrotność przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce. Jeżeli wypłata następuje po 60. roku życia (lub po nabyciu uprawnień emerytalnych i ukończeniu 55. roku życia), to środki są zwolnione z podatku od zysków kapitałowych oraz podatku dochodowego. Ustawa pozwala na założenie OIPE w ramach umowy z: TFI (zarówno w ramach FIO, SFIO, jak i FIZ), zarządzającym ASI, spółką zarządzającą, zarządzającym z UE prowadzącym działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, zakładem ubezpieczeń lub firmą inwestycyjną.

Produkt ten cechuje duża elastyczność, bowiem celem stworzenia OIPE było ułatwienie oszczędzania na emeryturę osobom podejmującym pracę w innym państwie należącym do EOG. Osoby te mogą założyć OIPE i wpłacać środki na krajowe subkonto. Po przeprowadzeniu się do innego kraju mają prawo kontynuować oszczędzanie na dotychczasowym subkoncie lub otworzyć nowe u tego samego dostawcy, w ramach usługi przeniesienia produktu (o ile jest ona oferowana). Przepisy umożliwiają również wypłatę transferową w przypadku zmiany dostawcy. Przychody z zagranicznego subkonta będą zwolnione z podatku, o ile będą spełniały warunki uzyskania takiego zwolnienia w kraju pochodzenia.

Ustawa o Centralnej Informacji Emerytalnej

Celem ustawy o Centralnej Informacji Emerytalnej⁴⁹ jest stworzenie platformy umożliwiającej każdemu obywatelowi sprawdzenie stanu wszystkich swoich oszczędności emerytalnych, zgromadzonych zarówno w ZUS i OFE, jak i w dobrowolnych produktach emerytalnych. Tym samym Centralna Informacja Emerytalna (CIE) ma zachęcić obywateli do większego zainteresowania oszczędzaniem na cele emerytalne, co powinno skutkować wzrostem napływu środków do III filara. Platforma ma również umożliwiać składanie dyspozycji, np. w sprawie zmiany danych kontaktowych. W ustawie powierzono obsługę CIE spółce PFR Portal PPK. Przekazane do PFR przez instytucje finansowe dane inwestora mają być odszyfrowywane tylko podczas procesu logowania na profil użytkownika. Ponadto informacje dostępne na platformie są objęte tajemnicą i mogą być przekazane jedynie organom ścigania, ZUS, KRUS oraz komornikom i organom egzekucyjnym w celu wykonywania przez te podmioty obowiązków ustawowych.

⁴⁷ Ustawa z dnia 7 lipca 2023 r. o ogólnoeuropejskim indywidualnym produkcie emerytalnym (Dz.U. z 2023 r., poz.1843).

⁴⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1238 z dnia 20 czerwca 2019 r. w sprawie ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego (OIPE) (Dz. Urz. UE L198 z 2019 r., s. 1 z późn. zm.).

⁴⁹ Ustawa z dnia 7 lipca 2023 r. o Centralnej Informacji Emerytalnej (Dz.U. z 2023 r., poz. 1941).

Zmiany w przepisach wykonawczych do ustawy o funduszach inwestycyjnych

Rozporządzeniem Ministra Finansów z 25 września 2023 r.⁵⁰ wprowadzono dla funduszy inwestycyjnych oraz TFI dodatkowe obowiązki sprawozdawcze wobec KNF. Rozszerzono zakres podmiotów zobligowanych do przekazywania danych o fundusze inwestycyjne w likwidacji. Ponadto wejście w życie omawianych przepisów zmieniło m.in. format, zakres oraz częstotliwość przekazywanych do organu nadzoru sprawozdań okresowych i informacji bieżących. Zmiany te są elementem procesu cyfryzacji nadzoru finansowego, zmierzającego do zwiększenia efektywności pozyskiwania, przetwarzania i analizy danych z instytucji zbiorowego inwestowania. Wprowadzone rozwiązania powinny również umożliwić podmiotom nadzorowanym zwiększenie skali automatyzacji procesu raportowania do organu nadzoru.

Rekomendacja KNF dla zakładów ubezpieczeń dotycząca oceny odpowiedniości ubezpieczenia na życie z elementem inwestycyjnym

Rekomendacje stanowią zbiór dobrych praktyk w zakresie dokonywania oceny odpowiedniości przy dystrybucji ubezpieczeń na życie z elementem inwestycyjnym (grupa 3)⁵¹. Nowe wytyczne KNF⁵² zastąpiły dotychczasowe rekomendacje dla zakładów ubezpieczeń dotyczące badania adekwatności produktu, które obowiązywały od 2016 r. Zalecenia są odpowiedzią na zidentyfikowane przez nadzorcę nieprawidłowości w dystrybucji ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych i ustanawiają odpowiedzialność zarządu za wdrożenie, prawidłowe funkcjonowanie oraz regularny przegląd procesu oceny odpowiedniości. Z kolei zakład ubezpieczeń odpowiada za organizację i przeprowadzenie tej oceny. Jest zobowiązany pozyskać od klienta potrzebne informacje, przeprowadzić ocenę jego wymagań i potrzeb oraz zaproponować odpowiednie ubezpieczenie wraz z przedstawieniem uzasadnienia. Jednocześnie nie może zaoferować ubezpieczenia o wyższym ryzyku inwestycyjnym niż wynikające z potrzeb klienta ani ukrywać istotnych cech ubezpieczenia. Towarzystwo ubezpieczeń jest zobowiązane poinformować klienta, jeśli ubezpieczenie na życie z elementem inwestycyjnym jest dla niego nieodpowiednie. Ponadto zgodnie z rekomendacjami proces oceny odpowiedniości powinien podlegać kontroli wewnętrznej, ocenie *compliance* oraz audytowi wewnętrznemu. Zakłady ubezpieczeń powinny dostosować swoją działalność do zaleceń KNF do 1 kwietnia 2024 r.

⁵⁰ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 września 2023 r. w sprawie okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych w likwidacji dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego (Dz.U. z 2023 r., poz. 2304).

⁵¹ Zgodnie z załącznikiem do ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 838) do działu I grupy 3. zalicza się ubezpieczenia na życie, jeżeli są związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, a także ubezpieczenia na życie, w których świadczenie zakładu ubezpieczeń jest ustalane na podstawie określonych indeksów lub innych wartości bazowych.

⁵² Uchwała nr 336/2023 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 15 września 2023 r. w sprawie wydania Rekomendacji dla zakładów ubezpieczeń dotyczących oceny odpowiedniości ubezpieczenia na życie z elementem inwestycyjnym (Dz. Urz. KNF z 2023 r., poz. 22).

2.1.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury

Zmiany w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi

W nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wprowadzonej ustawą o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego, zniesiono obowiązek odrębnego zatwierdzania przez KNF regulaminów (i ich zmian) spółki zależnej KDPW, w sytuacji gdy dokumentacja ta jest przedmiotem postępowania prowadzonego na podstawie rozporządzenia EMIR⁵³. W efekcie w takich przypadkach Prezes NBP nie będzie zobowiązany do wydawania opinii. Dotyczy to sytuacji, w których regulamin spółki zależnej KDPW (tj. KDPW_CCP) lub zmiany w tym regulaminie są elementem wniosku o:

- wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze CCP (art. 17 ust. 1 EMIR),
- wydanie zezwolenia na rozszerzenie zakresu działalności CCP o dodatkowe usługi, nieobjęte wcześniejszym zezwoleniem (art. 15 ust. 1 EMIR),
- wprowadzenie istotnej zmiany w modelach i parametrach przyjętych do obliczenia wymogów dotyczących depozytów zabezpieczających (art. 49 ust. 1 i 1a EMIR).

Niezależnie od tego NBP nadal będzie uczestniczył w opiniowaniu wspomnianych kwestii zgodnie z przepisami rozporządzenia EMIR, które przewidują udział przedstawicieli banku centralnego w kolegium nadzorczym KDPW_CCP.

Zmiany w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi miały również na celu uspoźnienie z przepisami rozporządzenia EMIR zasad tworzenia funduszy zabezpieczających przez izby rozliczające. Te fundusze mogą być tworzone w zależności od klas instrumentów finansowych i według kryterium podziału na obrót (zorganizowany i niezorganizowany)⁵⁴. Katalog podmiotów, które mogą uzyskać status członka rozliczającego KDPW_CCP rozszerzono o kontrahentów niefinansowych. Wprowadzenie takiego rozwiązania wynikało z ograniczenia możliwości stosowania tzw. portingu, umożliwiającego KDPW_CCP identyfikację wspomnianych kontrahentów i zastosowanie procedur wynikających z art. 48 ust. 5 i 6 EMIR, zgodnie z którymi izba rozliczeniowa może przenieść aktywa i pozycje tych kontrahentów (za ich zgodą) na rzecz innego członka rozliczającego.

Do krajowego porządku prawnego wprowadzono również rozwiązania umożliwiające stosowanie technologii rozproszonego rejestru, przewidziane w rozporządzeniu UE w sprawie systemu

⁵³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. Urz. UE L201 z 2012 r., s. 1 z późn. zm.).

⁵⁴ Przed ich zmianą KDPW_CCP mógł prowadzić fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych na rynku regulowanym, fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych w alternatywnym systemie obrotu oraz fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych poza obrotem zorganizowanym.

pilotażowego DLT⁵⁵. W tym celu rozszerzono definicję instrumentów finansowych o instrumenty rejestrowane przez organizatora infrastruktury w technologii rozproszonego rejestru oraz określono zasady powstawania, rejestracji i przenoszenia praw z papierów wartościowych zapisanych na rachunku DLT⁵⁶. Emitentom akcji spółek niepublicznych umożliwiono tzw. wtórną tokenizację, czyli zarejestrowanie na rachunku DLT albo w ewidencji DLT akcji, które wcześniej były zapisane w rejestrze akcjonariuszy prowadzonym przez podmiot maklerski lub bank powierniczy.

Pozostałe zmiany w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi dotyczyły:

- umożliwienia bankom powierniczym udzielania pożyczek papierów wartościowych bez pośrednictwa biura maklerskiego,
- dodania zorganizowanej platformy obrotu (*organised trading facility* – OTF) jako rodzaju rynku, w ramach którego może być organizowany przez Ministra Finansów obrót skarbowymi papierami wartościowymi,
- umożliwienia bankom państwowym prowadzenia działalności maklerskiej oraz wykonywania funkcji agenta emisji papierów wartościowych.

Zmiany w ustawie o obligacjach

Ustawa o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego wprowadziła także zmiany w ustawie o obligacjach, polegające na ograniczeniu możliwości zakupu obligacji przez klientów detalicznych, a także wprowadzeniu osobnej kategorii obligacji transformacyjnych. Zgodnie ze znowelizowanymi przepisami klienci detaliczni mogą nabywać obligacje, których wartość nominalna wynosi co najmniej równowartość 40 tys. euro. Wspomniane ograniczenie nie dotyczy instrumentów finansowych, które są przedmiotem obrotu zorganizowanego albo będą przedmiotem wniosku o dopuszczenie do takiego obrotu. W przypadku obligacji transformacyjnych co najmniej 95% środków pozyskanych z ich emisji musi być wykorzystane w ciągu 36 miesięcy na sfinansowanie nowej zrównoważonej środowiskowo inwestycji zgodnie z tzw. taksonomią. Ponadto ustawodawca określił, że wartość emisji obligacji transformacyjnych musi wynieść co najmniej 20 mln zł, a jej termin zapadalności przynajmniej 5 lat. Wspomniane obligacje muszą być również notowane na rynku regulowanym albo w ASO oraz uzyskać rating na poziomie inwestycyjnym.

Ponadto w ustawie o obligacjach wprowadzono obowiązek pośrednictwa firm inwestycyjnych lub dostawców usług finansowania społecznościowego przy oferowaniu obligacji. Doprecyzowano

⁵⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/858 z dnia 30 maja 2022 r. w sprawie systemu pilotażowego na potrzeby infrastruktur rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru, a także zmiany rozporządzeń (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 909/2014 oraz dyrektywy 2014/65/UE (Dz. Urz. UE L151 z 2022 r., s. 1). Rozporządzenie obowiązuje przez trzy lata od daty wejścia w życie, czyli do marca 2026 r., z możliwością przedłużenia o kolejne trzy lata.

⁵⁶ Szerzej na temat kategorii podmiotów uprawnionych do prowadzenia infrastruktury rynkowej opartej na DLT w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.*, Warszawa 2023, NBP, s. 56–58.

także zakres informacji, które emitent obligacji zamieszcza w propozycji nabycia. Musi ona zawierać aktualną (tj. co najwyżej sprzed 4 miesięcy) wartość zaciągniętych zobowiązań finansowych, z wyszczególnieniem zobowiązań przeterminowanych, oraz prognozy kształtowania się zobowiązań finansowych nie tylko emitenta, ale także grupy kapitałowej. Ponadto emitent został zobowiązany do publikowania, do czasu całkowitego wykupu obligacji, na swojej stronie internetowej prognoz kształtowania się swoich zobowiązań.

Zmiany w ustawie o ofercie publicznej

Z kolei wprowadzone ustawą o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego zmiany w ustawie o ofercie publicznej polegały na trwałym odstąpieniu od wymogu zatwierdzania memorandum informacyjnego przez KNF w przypadku ofert publicznych skierowanych do mniej niż 150 inwestorów (innych niż kwalifikowani) i przeprowadzanych w krótkich odstępach czasu⁵⁷. W zakresie nadzoru sprawowanego nad emitentami papierów wartościowych KNF otrzymała uprawnienia do żądania informacji, wyjaśnień oraz przekazania dokumentów przez emitentów akcji wycofanych z obrotu na rynku regulowanym lub w ASO, pod warunkiem, że żądania te będą dotyczyły okresu notowania tych akcji w obrocie zorganizowanym lub okresu, kiedy emitent ubiegał się o ich wprowadzenie do tego obrotu. Uprawnienie to będzie przysługiwało organowi nadzoru również wobec podmiotów nienadzorowanych, o ile były stroną umowy, transakcji lub porozumienia ze wspomnianym emitentem.

Pozostałe zmiany wprowadzone w omawianej ustawie dotyczyły:

- przyznania akcjonariuszom posiadającym mniej niż 5% ogólnej liczby głosów w spółce uprawnienia do żądania odkupu jej akcji po wykluczeniu spółki z obrotu w ASO (analogiczne uprawnienie posiadają akcjonariusze spółek notowanych na rynku regulowanym),
- wprowadzenia możliwości przekazania KNF w sposób elektroniczny zawiadomień o przekroczeniu (lub zmniejszeniu) progów ogólnej liczby głosów w spółce publicznej (rozszerzono także zakres informacji przekazywanych przez emitentów),
- przyznania KNF możliwości wezwania emitenta do uzupełnienia braków we wniosku o zatwierdzenie prospektu,
- uzyskania przez rewidenta do spraw szczególnych, który jest powoływany przez walne zgromadzenie spółki publicznej, uprawnienia do badania również spółek zależnych albo prowadzenia ich spraw.

⁵⁷ W przypadku ofert publicznych papierów wartościowych przeprowadzanych w krótkich odstępach czasu (tzw. ofert krocących) emitent ma obowiązek sporządzenia memorandum informacyjnego dla każdej takiej oferty skierowanej do inwestorów innych niż kwalifikowani, jeżeli wspomniane papiery wartościowe lub papiery wartościowe tego samego rodzaju były oferowane w ostatnich 12 miesiącach do więcej niż 149 osób.

Zmiany w ustawie o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji

Zmiany w tej ustawie⁵⁸ miały na celu dostosowanie polskiego prawa do rozwiązań przewidzianych w rozporządzeniu CCPRRR⁵⁹. W zmienionej ustawie wskazano Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG) jako organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP oraz wprowadzono sankcje administracyjne za nieprzekazywanie temu organowi informacji potrzebnych do sporządzenia i wdrożenia planów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Ponadto BFG otrzymał uprawnienia m.in. do nakładania na CCP i członków jego organów oraz osoby pełniące w nim funkcje kierownicze kar pieniężnych za niedopełnienie obowiązków dotyczących przekazywania wspomnianych informacji.

⁵⁸ Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 487).

⁵⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/23 z dnia 16 grudnia 2020 r. w sprawie ram na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do kontrahentów centralnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1095/2010, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 600/2014, (UE) nr 806/2014 i (UE) 2015/2365 oraz dyrektywy 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2007/36/WE, 2014/59/UE i (UE) 2017/1132 (Dz. Urz. UE L22 z 2021 r., s. 1).

2.2. Zmiany w regulacjach Unii Europejskiej

2.2.1. Regulacje dotyczące instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych

Dyrektywa w sprawie umów o kredyt konsumencki (CCD2)

W tej dyrektywie⁶⁰, która zastąpiła poprzednią dyrektywę 2008/48/WE⁶¹, objęto zakresem przedmiotowym umowy kredytowe do kwoty 100 tys. euro (dotychczas było to 75 tys. euro) oraz rozszerzono katalog produktów finansowych m.in. o kredyty nieoprocentowane oraz kredyty na kwotę poniżej 200 euro. Przyjęte rozwiązania wprowadzają m.in. większe restrykcje w prowadzeniu działalności marketingowej oraz nowe wymogi dla informacji przedkontraktowej, rozszerzają zakres prawa do odstąpienia od umowy i zmieniają zasady oceny zdolności kredytowej. Zgodnie z nowymi przepisami do oceny zdolności kredytowej nie będą mogły być wykorzystywane dane osobowe zamieszczane przez konsumenta w mediach społecznościowych ani dane dotyczące jego zdrowia.

Omawiana dyrektywa zobowiązuje państwa członkowskie do wprowadzenia w krajowych przepisach górnego limitu w odniesieniu do co najmniej jednego z trzech elementów związanych z wyliczeniem raty w spłacie kredytu konsumenckiego, tj. oprocentowania, RRSO lub całkowitego kosztu kredytu ponoszonego przez konsumenta. Ponadto zakresem podmiotowym europejskiej regulacji objęto operatorów platform crowdfundigowych umożliwiających udzielanie i zaciąganie kredytów konsumenckich (pożyczek społecznościowych) oraz podmioty oferujące konsumentom płatność za zakupy w późniejszym terminie niż data otrzymania towaru (*Buy-Now-Pay-Later* – BNPL). Warunkiem objęcia usługi BNPL przepisami dyrektywy CCD2 jest ich oferowanie przez inny podmiot niż bezpośredni sprzedawca towaru. Państwa członkowskie powinny stosować przepisy dyrektywy CCD2 najpóźniej od 20 listopada 2026 r.

2.2.2. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych

Zmiany w rozporządzeniu w sprawie europejskich funduszy długoterminowego inwestowania

Rozporządzenie 2015/760⁶² umożliwiło tworzenie europejskich funduszy długoterminowego inwestowania, tzw. ELTIF (*European Long Term Investment Funds*). Rynek tych podmiotów nie osiągnął jednak oczekiwanej skali, dlatego w 2021 r. rozpoczęto prace nad nowelizacją przepisów. Zmiany w zakresie funkcjonowania funduszy ELTIF, wprowadzone rozporządzeniem

⁶⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2225 z dnia 18 października 2023 r. w sprawie umów o kredyt konsumencki oraz uchylająca dyrektywę 2008/48/WE (Dz. Urz. UE L2225 z 2023 r.).

⁶¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2008/48/WE z dnia 23 kwietnia 2008 r. w sprawie umów o kredyt konsumencki oraz uchylająca dyrektywę Rady nr 87/102/EWG (Dz. Urz. UE L133 z 2008 r., s. 66 z późn. zm.).

⁶² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (Dz. Urz. UE L123 z 2015 r., s. 98 z późn. zm.).

z 15 marca 2023 r.⁶³, dotyczyły przede wszystkim rozszerzenia dopuszczalnego zakresu ich inwestycji oraz zniesienia obowiązujących ograniczeń inwestycyjnych dla inwestorów detalicznych. Fundusze ELTIF uzyskały możliwość inwestowania (także poza UE) w szerokie spektrum aktywów rzeczowych, w tym m.in. projekty z zakresu budownictwa mieszkaniowego dla seniorów czy obiekty infrastruktury publicznej (domy opieki, szkoły, szpitale itp.) oraz energetycznej (np. sieci energetyczne). Ponadto usunięto wymóg minimalnej wartości pojedynczego składnika aktywów, który wynosił 10 mln euro, oraz podniesiono z 0,5 mld euro do 1,5 mld euro maksymalną wartość kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstw, które są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, i w które fundusze ELTIF mogłyby inwestować. W kwestii dźwigni finansowej wprowadzono ograniczenie dla tych funduszy ELTIF, których tytuły uczestnictwa mogą być oferowane inwestorom detalicznym. Wartość zaciągniętych kredytów i pożyczek nie może przekraczać 50% wartości aktywów netto takiego funduszu⁶⁴. Przepisy rozporządzenia weszły w życie 9 kwietnia 2023 r. i będą stosowane od 10 stycznia 2024 r.

2.2.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury

Rozporządzenie w sprawie rynków kryptoaktywów (MiCA)

Rozporządzenie⁶⁵ wchodzi w skład szerszego pakietu legislacyjnego⁶⁶, którego celem jest zharmonizowanie na poziomie UE przepisów odnoszących się do tego segmentu rynków finansowych. Rozporządzenie ma zapewniać ochronę detalicznym posiadaczom kryptoaktywów oraz stworzyć warunki zrównoważonego i bezpiecznego rozwoju tego rynku.

Przepisy rozporządzenia MiCA określają m.in. jednolite wymogi przeprowadzania oferty publicznej i dopuszczania do obrotu kryptoaktywów, rozumianych jako zapisane za pomocą technologii rozproszonego rejestru cyfrowe odzwierciedlenie wartości lub prawa, a także warunki prowadzenia działalności przez dostawców związanych z tym rynkiem usług. Zastosowana definicja pozwala objąć zakresem regulacji szeroki wachlarz istniejących i przyszłych aktywów cyfrowych. Z zakresu przedmiotowego MiCA wyłączone m.in. kryptoaktywa, które

⁶³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/606 z dnia 15 marca 2023 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) 2015/760 w odniesieniu do wymogów dotyczących polityki inwestycyjnej i warunków prowadzenia działalności w zakresie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych oraz zakresu dopuszczalnych aktywów inwestycyjnych, wymogów dotyczących składu portfela i dywersyfikacji oraz zasad zaciągania pożyczek i kredytów środków pieniężnych i innych zasad dotyczących funduszy (Dz. Urz. UE L80 z 2023 r., s. 1).

⁶⁴ Limit dźwigni dla funduszy ELTIF, których tytuły uczestnictwa są wprowadzane do obrotu wyłącznie wśród inwestorów profesjonalnych, wynosi 100% wartości aktywów netto.

⁶⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 1095/2010 oraz dyrektyw 2013/36/UE i (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L150 z 2023 r., s. 40 z późn. zm.).

⁶⁶ Dokumenty wchodzące w skład pakietu dotyczącego cyfrowych finansów (*digital finance package*) dostępne są na stronie internetowej: https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en?prefLang=pl.

klasyfikowane byłyby jako instrumenty finansowe⁶⁷ (objęte dyrektywą MiFID II⁶⁸), depozyty, a także tzw. NFT (*non-fungible token*). W efekcie rozporządzenie wyróżnia trzy rodzaje kryptoaktywów:

- token będący e-pieniądzem (*e-money token* – EMT), który utrzymuje stabilną wartość dzięki powiązaniu z walutą urzędową (oficjalną). Token ten uznaje się za pieniądź elektroniczny w rozumieniu dyrektywy EMD⁶⁹, a jego oferta publiczna oraz ubieganie się o dopuszczenie do obrotu zostały zastrzeżone dla emitentów będących instytucjami kredytowymi albo instytucjami pieniądza elektronicznego,
- token powiązany z aktywami (*asset-referenced token* – ART), którego stabilna wartość wynika z powiązania z inną wartością lub prawem bądź ich kombinacją. Możliwość oferty publicznej ART oraz ubiegania się o jego dopuszczenie do obrotu została przewidziana dla emitentów posiadających zezwolenie organu nadzorczego albo będących instytucją kredytową,
- pozostałe kryptoaktywa. Przepisy rozporządzenia nie przewidują wymogu uzyskania zezwolenia nadzorcy dla podmiotów (niekoniecznie emitentów) planujących ich ofertę publiczną lub ubiegających się o dopuszczenie do obrotu.

Przeprowadzenie oferty publicznej lub ubieganie się o dopuszczenie do obrotu w odniesieniu do wszystkich rodzajów kryptoaktywów w UE wymaga sporządzenia uproszczonego dokumentu informacyjnego (*white paper*), a także jego publikacji i zgłoszenia (notyfikacji) organowi nadzoru. W przypadku emitentów ART niezbędne jest również uprzednie zatwierdzenie dokumentu informacyjnego przez nadzorcę. Poza tym rozporządzenie nakłada na wspomniane podmioty liczne wymogi organizacyjne i informacyjne, dotyczące m.in. odpowiedniego zarządzania konfliktami interesów oraz minimalnego poziomu funduszy własnych. Emitenci EMT i ART powinni utrzymywać płynną rezerwę aktywów, pozwalającą na pełne zaspokojenie roszczeń wykupu, odpowiednio, według wartości nominalnej e-pieniądza i wartości rynkowej powiązanych aktywów.

Regulacja ustanawia także zamknięty katalog usług związanych z rynkiem kryptoaktywów, w tym prowadzenie platformy obrotu kryptoaktywami, do których świadczenia uprawnione są podmioty dysponujące stosownym zezwoleniem. Natomiast bez konieczności jego uzyskania, ale pod warunkiem powiadomienia nadzorcy, poszczególne usługi związane z tym rynkiem mogą świadczyć: operatorzy rynków regulowanych, CDPW oraz instytucje finansowe, takie jak: spółki

⁶⁷ ESMA ma wydać do 30 grudnia 2024 r. wytyczne dotyczące warunków i kryteriów kwalifikowania kryptoaktywów jako instrumenty finansowe.

⁶⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349 z późn. zm.).

⁶⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/110/WE z dnia 16 września 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością, zmieniająca dyrektywy 2005/60/WE i 2006/48/WE oraz uchylająca dyrektywę 2000/46/WE (Dz. Urz. UE L267 z 2009 r., s. 7 z późn. zm.).

zarządzające funduszami inwestycyjnymi, instytucje pieniądza elektronicznego, firmy inwestycyjne czy instytucje kredytowe.

Uprawnienia nadzorcze nad podmiotami działającymi na rynku kryptoaktywów powierzone zostały krajowym organom nadzoru. W przypadku klasyfikacji zgodnie z odpowiednim kryterium ilościowym EMT lub ART jako tzw. znaczącego tokena, nadzór nad jego emitentem (z wyłączeniem instytucji kredytowej emitującej EMT) zostaje, odpowiednio, uzupełniony przez EBA bądź do niego przeniesiony. Z kolei w sytuacji uznania nienominowanego w walucie państwa członkowskiego EMT lub ART jako powszechnie używanego środka wymiany i jednoczesnego przekroczenia przez wartość i wolumen transakcji nim stosownych progów ilościowych, rozporządzenie przewiduje odpowiednie ograniczenie emisji takiego tokena. W regulacji zawarto także przepisy nakładające kary za bezprawne ujawnianie informacji poufnych i manipulacje rynkowe. Rozporządzenie należy stosować od 30 grudnia 2024 r., z wyjątkiem m.in. przepisów dotyczących EMT i ART, które będą obowiązywały od 30 czerwca 2024 r.

Rozporządzenie w sprawie informacji towarzyszących transferom środków pieniężnych i niektórych kryptoaktywów

Rozporządzenie⁷⁰ wprowadza zmiany w standardach dotyczących przeciwdziałania praniu pieniędzy i ma na celu ujednoczenie na poziomie UE zaleceń Grupy Specjalnej ds. Przeciwdziałania Praniu Pieniędzy (FATF). Ta regulacja unijna m.in. nakłada na podmioty świadczące usługi związane z rynkiem kryptoaktywów obowiązek gromadzenia i udostępniania informacji o inicjatorach i beneficjentach transferów tych kryptoaktywów właściwym organom państw członkowskich. Niniejsze rozporządzenie stosuje się od 30 grudnia 2024 r.

Regulacje dotyczące ustanowienia i funkcjonowania europejskiego pojedynczego punktu dostępu (ESAP)

Rozporządzenie ESAP⁷¹ (*European single access point*) wprowadziło podstawy prawne do utworzenia scentralizowanej internetowej bazy danych, która ma docelowo zawierać udostępniane bezpłatnie informacje o produktach inwestycyjnych oraz usługach finansowych z UE, emitentach papierów wartościowych, nadzorowanych instytucjach finansowych oraz o wypełnianiu norm dotyczących zrównoważonego rozwoju. Ustanowienie ESAP ma na celu ułatwienie podejmowania decyzji inwestorom, w szczególności detalicznym, oraz wspieranie obiegu informacji w wymiarze transgranicznym, co ma służyć integracji usług finansowych i przybliżyć powstanie unii rynków kapitałowych (*Capital Markets Union – CMU*). Do bazy ESAP

⁷⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1113 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie informacji towarzyszących transferom środków pieniężnych i niektórych kryptoaktywów oraz zmiany dyrektywy (UE) 2015/84 (Dz. Urz. UE L150 z 2023 r., s. 1).

⁷¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2859 z dnia 13 grudnia 2023 r. w sprawie ustanowienia europejskiego pojedynczego punktu dostępu zapewniającego scentralizowany dostęp do publicznie dostępnych informacji mających znaczenie dla usług finansowych, rynków kapitałowych i zrównoważonego rozwoju (Dz. Urz. UE L2859 z 2023 r.).

mają być przekazywane informacje, które na mocy obecnie funkcjonujących przepisów są już raportowane i objęte unijnymi przepisami dotyczącymi spółek i usług finansowych.

Wspomnianemu rozporządzeniu towarzyszą dodatkowo tzw. rozporządzenie⁷² i dyrektywa *omnibus*⁷³, zmieniające sektorowe przepisy UE (19 rozporządzeń oraz 16 dyrektyw) w celu określenia zakresu informacji, które będą stopniowo udostępniane w bazie ESAP. Za utworzenie bazy odpowiada ESMA we współpracy z właściwymi organami krajowymi. W pierwszym etapie budowy ESAP (tj. od 10 lipca 2027 r.) mają być publikowane informacje wynikające z wymogów raportowania na podstawie rozporządzenia SSR⁷⁴, prospektowego⁷⁵ i dyrektywy *Transparency*⁷⁶. Kolejny etap rozpocznie się 10 stycznia 2028 r. i będzie obejmował m.in. publikację danych wymaganych regulacjami SFDR⁷⁷, CRAR⁷⁸ i BMR⁷⁹. Ostatni etap obejmie istotne informacje z około 20 dodatkowych europejskich aktów prawnych m.in. MiFIR⁸⁰, CRR i rozporządzenia UE w sprawie zielonych obligacji. Do ESAP będą mogły być również dobrowolnie przekazywane informacje ze spółek nieobjętych obowiązkiem raportowania na podstawie stosownych regulacji (szczegółowy zakres tych informacji zostanie określony w aktach delegowanych). Z obowiązku przesyłania do ESAP danych wyłączono informacje przekazywane przez CCP i CDPW.

⁷² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2869 z dnia 13 grudnia 2023 r. zmieniające niektóre rozporządzenia w odniesieniu do ustanowienia i działania europejskiego pojedynczego punktu dostępu oraz (Dz. Urz. UE L2869 z 2023 r.).

⁷³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2864 z dnia 13 grudnia 2023 r. zmieniająca niektóre dyrektywy w odniesieniu do ustanowienia i działania europejskiego pojedynczego punktu dostępu (Dz. Urz. UE L2864 z 2023 r.).

⁷⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego, (Dz. Urz. UE L86 z 2012 r., s. 1 z późn. zm.).

⁷⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L168 z 2017 r., s. 12 z późn. zm.).

⁷⁶ Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L390 z 2004 r., s. 38 z późn. zm.).

⁷⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (Dz. Urz. UE L371 z 2019 r., s. 1 z późn. zm.).

⁷⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych (Dz. Urz. UE L302 z 2009 r., s. 1 z późn. zm.).

⁷⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L171 z 2016 r., s. 1 z późn. zm.).

⁸⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 84 z późn. zm.).

Zmiany w rozporządzeniu w sprawie rozrachunku i centralnych depozytów papierów wartościowych

Nowelizacja rozporządzenia CSDR⁸¹, która została przyjęta 13 grudnia 2023 r., wynika z dokonanego przez Komisję Europejską przeglądu oraz oceny stosowania tej regulacji. Celem wprowadzenia zmian było ujednoczenie wymogów dotyczących rozrachunku instrumentów finansowych oraz zasad organizacji i prowadzenia centralnych depozytów papierów wartościowych. Znowelizowane przepisy:

- zmniejszyły wymogi dla rozrachunku transgranicznego (m.in. dzięki zmianom w świadczeniu przez CDPW usług na podstawie zasady jednolitego paszportu),
- złagodziły wymogi dotyczące świadczenia bankowych usług pomocniczych oraz dyscypliny rozrachunku (zgodnie z nowymi przepisami CDPW nie będzie mógł nakładać kar pieniężnych w przypadku nieprzeprowadzenia rozrachunku transakcji instrumentami finansowymi, których przyczyn nie można przypisać uczestnikom tych transakcji),
- zapewniły organom UE uprawnienia w zakresie dostępu do informacji na potrzeby monitorowania ryzyka związanego z działalnością CDPW w UE i z państw trzecich (wprowadzono m.in. obowiązek utworzenia kolegium⁸² przez organ nadzoru państwa macierzystego dla CDPW, którego działalność w co najmniej dwóch państwach goszczących zostanie uznana za mającą istotne znaczenie dla funkcjonowania rynków papierów wartościowych i ochrony inwestorów).

Rozporządzenie stosuje się od 10 stycznia 2024 r. z wyjątkiem przepisów odnoszących się do sprawozdań przygotowywanych przez ESMA, we współpracy z EBA i właściwymi organami, które należy stosować od maja 2024 r.

Rozporządzenie delegowane do rozporządzenia CSDR

Rozporządzenie delegowane Komisji Europejskiej 2023/1626⁸³ zmieniło zasady nakładania kar za przypadki nieprzeprowadzenia rozrachunku transakcjami skierowanymi do CCP i przedłożonymi przez izbę rozliczeniową do rozrachunku. Przed zmianą przepisów CCP był zobowiązany do pobierania i podziału kar pieniężnych⁸⁴ z tytułu nieprzeprowadzenia rozrachunku rozliczonych transakcji. Po ich zmianie proces pobierania i dystrybucji kar

⁸¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L257 z 2014 r., s. 1 z późn. zm.).

⁸² W skład takiego kolegium wchodzić będą m.in. przedstawiciele: właściwego organu nadzoru dla CDPW, organu sprawującego nadzór *oversight*, właściwych organów ze wspomnianych państw goszczących, a także ESMA i ewentualnie EBA.

⁸³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/1626 z dnia 19 kwietnia 2023 r. w sprawie zmiany regulacyjnych standardów technicznych określonych w rozporządzeniu delegowanym (UE) 2018/1229 w odniesieniu do mechanizmu kar za przypadki nieprzeprowadzenia rozrachunku związane z rozliczanymi transakcjami przedłożonymi do rozrachunku przez CCP (Dz. Urz. UE L201 z 2023 r., s. 1).

⁸⁴ CCP pobierał kary pieniężne od członków rozliczających, z winy których doszło do nieprzeprowadzenia rozrachunku. Następnie CCP dokonywał podziału środków pozyskanych z tytułu egzekucji kary między członków rozliczających poszkodowanych w wyniku nieprzeprowadzenia rozrachunku.

pieniężnych będzie przeprowadzany przez CDPW. Przepisy rozporządzenia stosuje się od 2 września 2024 r.

Rozporządzenia delegowane do rozporządzenia EMIR

W lutym 2023 r. w życie weszły dwa akty delegowane do rozporządzenia EMIR, które w odniesieniu do transakcji finansowych zawartych z podmiotami powiązаныmi kapitałowo z krajów trzecich, przedłużały okres czasowego zwolnienia z wymogów dotyczących obowiązkowego centralnego rozliczania określonych transakcji pochodnych OTC⁸⁵ oraz wymiany depozytów zabezpieczających w operacjach rozliczanych bilateralnie⁸⁶. Zgodnie z tymi przepisami wspomniane terminy przejściowe przedłużono do końca okresu obowiązywania decyzji KE o czasowym uznaniu brytyjskiego reżimu prawnego za równoważny z wymogami rozporządzenia EMIR, tj. do 30 czerwca 2025 r.

Rozporządzenia delegowane do rozporządzenia CCPRRR

W 2023 r. weszły w życie przepisy kilku aktów delegowanych do rozporządzenia CCPRRR⁸⁷. Opublikowane 24 kwietnia 2023 r. rozporządzenie nr 2023/840⁸⁸, które określiło metodę obliczania dodatkowej kwoty prefinansowanych własnych zasobów celowych (*second skin in the game* – SSITG), które powinny zostać użyte w pierwszej kolejności w przypadku niewykonania zobowiązania lub zdarzenia niezwiązanego z niewykonaniem zobowiązania, przed uruchomieniem jakichkolwiek innych źródeł odzyskiwania środków. W szczególności kwota SSITG powinna być wykorzystywana przed jakimkolwiek obciążeniem innych podmiotów stratami, w tym przed wezwaniem członków rozliczających do dodatkowych wpłat środków pieniężnych lub zmniejszeniem wartości zysków wypłacanych przez CCP. Metoda obliczania SSITG opiera się na parametrach, które odzwierciedlają zarówno poziom złożoności działalności CCP, np. relacje i współzależności CCP z innymi podmiotami rynku finansowego, jak

⁸⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/315 z dnia 25 października 2022 r. zmieniające regulacyjne standardy techniczne określone w rozporządzeniach delegowanych (UE) 2015/2205, (UE) 2016/592 i (UE) 2016/1178 w odniesieniu do daty, od której obowiązek rozliczania staje się skuteczny w odniesieniu do niektórych rodzajów kontraktów (Dz. Urz. UE L34, s. 4).

⁸⁶ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/314 z dnia 25 października 2022 r. zmieniające regulacyjne standardy techniczne ustanowione w rozporządzeniu delegowanym (UE) 2016/2251 w odniesieniu do daty rozpoczęcia stosowania niektórych procedur zarządzania ryzykiem w odniesieniu do wymiany zabezpieczeń (Dz. Urz. UE L34, s. 4).

⁸⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/23 z dnia 16 grudnia 2020 r. w sprawie ram na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do kontrahentów centralnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1095/2010, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 600/2014, (UE) nr 806/2014 i (UE) 2015/2365 oraz dyrektywy 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2007/36/WE, 2014/59/UE i (UE) 2017/1132 (Dz. Urz. UE L22 z 2021 r., s. 1).

⁸⁸ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/840 z dnia 25 listopada 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/23 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających metodę obliczania i utrzymania dodatkowej kwoty prefinansowanych własnych zasobów celowych, która ma być wykorzystana zgodnie z art. 9 ust. 14 tego rozporządzenia (Dz. Urz. UE L107 z 2023 r., s. 29).

i wewnętrzną organizację CCP oraz system zarządzania ryzykiem. Każdemu z tych parametrów przypisana jest wartość (wyrażona w punktach procentowych), która zależy od oceny CCP. W przypadku zmniejszenia się kwoty prefinansowanych własnych zasobów celowych poniżej określonego poziomu minimalnego CCP zostały zobowiązane do niezwłocznego powiadomienia organu nadzoru, wyjaśnienia przyczyny tego stanu rzeczy oraz zamieszczenia wyczerpującego opisu środków służących uzupełnieniu tej kwoty (wraz z harmonogramem jej uzupełnienia).

W rozporządzeniu delegowanym nr 2023/451⁸⁹ określono czynniki wpływające na ocenę planu naprawy CCP dokonywaną przez właściwe organy i kolegia. Do czynników tych należą m.in.: ocena adekwatności zasobów finansowych CCP, struktury kaskadowego pokrywania strat oraz zasad ich alokacji, ocena struktury własnościowej i organizacyjnej, a także zasad zarządzania (w tym zarządzania ryzykiem, zawierających przygotowane przez CCP scenariusze i wskaźniki), ocena funkcji krytycznych, zasad sprzedaży aktywów lub linii biznesowych, procedur komunikacji oraz ujawniania informacji. Właściwe organy nadzoru i kolegia powinny oceniać również ogólny wpływ planu naprawy CCP na członków rozliczających, ich klientów bezpośrednich i klientów pośrednich członków rozliczających, a także na powiązane podmioty infrastruktury rynkowej.

W rozporządzeniu delegowanym nr 2023/1193⁹⁰ określono natomiast zawartość planu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, który powinien uwzględniać specyfikę CCP, np. charakter i złożoność prowadzonej przez niego działalności, oraz zawierać scenariusze i strategie postępowania w sytuacji zagrożenia upadłością. Na organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji został nałożony m.in. obowiązek ustanowienia kolegium oraz przygotowania zasad dotyczących powiadamiania i przekazywania jego członkom wszelkich istotnych informacji.

Ponadto w analizowanym okresie przyjęto i opublikowano rozporządzenia delegowane KE:

- określające kolejność, w jakiej CCP mają wypłacać rekompensatę z tytułu strat poniesionych przez członków rozliczających wykonujących zobowiązania⁹¹, maksymalną liczbę lat, przez które CCP mogą przeznaczać część swoich dochodów na płatności na rzecz posiadaczy

⁸⁹ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/451 z dnia 25 listopada 2022 r. określające czynniki, które mają być uwzględniane przez właściwy organ i kolegium nadzorcze przy ocenie planu naprawy kontrahentów centralnych (Dz. Urz. UE L67 z 2023 r., s. 7).

⁹⁰ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/1193 z dnia 14 marca 2023 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/23 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających treść planu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (Dz. Urz. UE L158 z 2023 r., s. 48).

⁹¹ Na podstawie art. 20 ust. 1 rozporządzenia CCPRRR organ nadzoru może na CCP nałożyć wymóg rekompensowania strat członkom rozliczającym ich straty.

- instrumentów uznających roszczenie do przyszłych zysków CCP, oraz maksymalną część tych zysków, którą przeznaczają się na wspomniane płatności⁹²,
- zawierające warunki przekazania klientom i klientom pośrednim odszkodowania (lub jego ekwiwalentu pieniężnego) od wykonujących zobowiązania członków rozliczających za straty, jakie ponieśli w wyniku obciążenia stratami⁹³,
 - ustalające m.in. kryteria, które muszą spełniać niezależni rzeczoznawcy przeprowadzający wycenę wartości CCP objętego procesem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz metody oceny wartości aktywów i zobowiązań CCP⁹⁴.

Rozporządzenia delegowane do regulacji IFR/IFD

W rozporządzeniu 2023/1651⁹⁵ uregulowano sposób pomiaru ryzyka płynności firm inwestycyjnych. Na podmioty te nałożono obowiązek posiadania aktywów płynnych w celu pokrycia zapotrzebowania wynikającego zarówno z ich działalności w warunkach normalnych, jak i skrajnych. Wartość ta jest określana przez organ nadzoru przy uwzględnieniu różnych czynników, m.in. ryzyka płynności związanego ze świadczeniem usług inwestycyjnych i prowadzeniem działalności inwestycyjnej, ryzyka operacyjnego oraz ryzyka reputacyjnego. Z kolei w rozporządzeniu 2023/1668⁹⁶ określono metodę pomiaru ryzyka firm inwestycyjnych,

⁹² Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/450 z dnia 25 listopada 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/23 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających kolejność, w jakiej CCP mają wypłacać rekompensatę, o której mowa w art. 20 ust. 1 rozporządzenia (UE) 2021/23, maksymalną liczbę lat, przez które ci CCP mają przeznaczać część swoich rocznych zysków na takie płatności na rzecz posiadaczy instrumentów uznających roszczenie do przyszłych zysków CCP, oraz maksymalną część tych zysków, którą przeznaczają się na te płatności (Dz. Urz. UE L67 z 2023 r., s. 5).

⁹³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/1615 z dnia 3 maja 2023 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/23 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających warunki, na jakich odszkodowanie, ekwiwalent pieniężny takiego odszkodowania lub wszelkie wpływy należne zgodnie z art. 63 ust. 1 tego rozporządzenia mają być przekazywane klientom i klientom pośrednim oraz warunki, na jakich przekazanie to uznaje się za proporcjonalne (Dz. Urz. UE L199 z 2023 r., s. 9).

⁹⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/1616 z dnia 3 maja 2023 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/23 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających okoliczności, w których daną osobę uznaje się za niezależną od organu ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz od kontrahenta centralnego, metodykę oceny wartości aktywów i zobowiązań kontrahenta centralnego, oddzielenie wycen, metodykę obliczania bufora z tytułu dodatkowych strat, który należy uwzględnić w wycenach wstępnych, oraz metodę przeprowadzania wyceny na potrzeby stosowania zasady niepogarszania sytuacji wierzycieli (Dz. Urz. UE L199 z 2023 r., s. 14).

⁹⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/1651 z dnia 17 maja 2023 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2034 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących szczególnego sposobu pomiaru ryzyka płynności firm inwestycyjnych na podstawie art. 42 ust. 6 tej dyrektywy (Dz. Urz. UE L208 z 2023 r., s. 3).

⁹⁶ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/1668 z dnia 25 maja 2023 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2034 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających pomiar ryzyk lub elementów ryzyka, które nie są pokryte lub są niewystarczająco pokryte wymogami w zakresie funduszy własnych przewidzianymi w części trzeciej i czwartej rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2033, oraz orientacyjne wskaźniki ilościowe dla kwot dodatkowych funduszy własnych (Dz. Urz. UE L214 z 2023 r., s. 1).

które nie jest w pełni pokryte wymogami kapitałowymi określonymi w rozporządzeniu IFR⁹⁷. Metoda ta pozwala na określenie, ocenę i kwantyfikację trzech rodzajów ryzyka: ponoszonego przez klientów, podejmowanego przez firmę inwestycyjną oraz istotnego dla rynku finansowego, na którym firmy te prowadzą swoją działalność.

W pozostałych aktach delegowanych do dyrektywy IFD⁹⁸ określono m.in.:

- zasady dotyczące wymiany informacji między organami nadzoru państw członkowskich, tj. organem, który autoryzował prowadzenie działalności danej firmy, a organami nadzoru tych państw członkowskich, w których wspomniana firma świadczy usługi na zasadzie jednolitego paszportu⁹⁹,
- zasady tworzenia oraz funkcjonowania kolegiów organów nadzoru firm inwestycyjnych¹⁰⁰.

Rozporządzenie delegowane do rozporządzenia BMR

W 2023 r. Komisja Europejska wydała rozporządzenie delegowane 2023/2222¹⁰¹, przedłużające do 31 grudnia 2025 r. okres przejściowy stosowania (w rozumieniu rozporządzenia BMR) w UE wskaźników referencyjnych państw trzecich. Wskaźniki te mogą być stosowane nawet jeśli nie została w stosunku do nich przyjęta decyzja dotycząca równoważności ram prawnych państwa trzeciego, administratorzy tych wskaźników nie zostali zgodnie z odpowiednią procedurą uznani lub wskaźniki te nie zostały zatwierdzone. Wydłużony okres przejściowy ma zastosowanie wyłącznie do umów i instrumentów finansowych oraz pomiarów wyników funduszy inwestycyjnych, które zawierały odniesienia do wspomnianych wskaźników w dniu 31 grudnia 2023 r.

⁹⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2033 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1093/2010, (UE) nr 575/2013, (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 806/2014 (Dz. Urz. UE L314 z 2019 r., s. 1 z późn. zm.).

⁹⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2034 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie nadzoru ostrożnościowego nad firmami inwestycyjnymi oraz zmieniająca dyrektywy 2002/87/WE, 2009/65/WE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE i 2014/65/UE (Dz. Urz. UE L314 z 2019 r., s. 64 z późn. zm.).

⁹⁹ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/1117 z dnia 12 stycznia 2023 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2034 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających wymogi dotyczące rodzaju i charakteru informacji wymienianych przez właściwe organy państw członkowskich pochodzenia i przyjmujących państw członkowskich. (Dz. Urz. UE L148 z 2023 r., s. 10).

¹⁰⁰ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/1118 z dnia 12 stycznia 2023 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2034 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających warunki, na których kolegia organów nadzoru wykonują swoje zadania (Dz. Urz. UE L148 z 2023 r., s. 17).

¹⁰¹ Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2023/2222 z dnia 14 lipca 2023 r. przedłużające okres przejściowy ustanowiony dla wskaźników referencyjnych państw trzecich w art. 51 ust. 5 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 (Dz. Urz. UE L2222 z 2023 r.).

3. Infrastruktura systemu finansowego

Na infrastrukturę systemu finansowego składają się instytucje i systemy umożliwiające dokonywanie płatności, organizujące obrót instrumentami finansowymi oraz zapewniające rozliczanie i rozrachunek zawartych transakcji. Istotnymi elementami infrastruktury są instytucje poprawiające przejrzystość informacyjną oraz systemy zapewniające ochronę uczestnikom rynku. Ważną rolę odgrywają również podmioty regulujące funkcjonowanie systemu finansowego i nadzorujące. W niniejszym rozdziale przedstawiono najważniejsze zmiany dotyczące infrastruktury systemu finansowego w Polsce, jakie nastąpiły w 2023 r.

3.1. Instytucje regulujące i nadzorcze

Instytucjami regulującymi i nadzorującymi funkcjonowanie systemu finansowego w Polsce są w szczególności: Ministerstwo Finansów, Komisja Nadzoru Finansowego oraz Narodowy Bank Polski. Od początku 2023 r. nadzorem KNF objęto działalność firm pożyczkowych oraz zobowiązano podmioty te do przekazywania kwartalnych informacji o wspomnianej działalności do organu nadzoru.

MF, KNF, NBP oraz Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG) tworzą sieć bezpieczeństwa finansowego i współpracują w ramach Komitetu Stabilności Finansowej (KSF), który jest organem nadzoru makroostrożnościowego oraz zarządzania kryzysowego w polskim systemie finansowym. Komitet Stabilności Finansowej w formule makroostrożnościowej odbył w 2023 r. cztery cykliczne posiedzenia. Jego prace koncentrowały się na identyfikacji, klasyfikacji i ocenie źródeł ryzyka w systemie finansowym. Do listy zagrożeń dodano w 2023 r. dwa nowe rodzaje ryzyka:

- obniżone nadwyżki kapitałowe i ryzyko racjonowania kredytu,
- ryzyko podważania wskaźnika WIBOR.

Niemniej KSF nie zidentyfikował źródeł ryzyka, które stanowiłyby bezpośrednie zagrożenie dla stabilności finansowej.

Przedmiotem cyklicznych analiz KSF było także ryzyko prawne odnoszące się do portfela mieszkaniowych kredytów walutowych. Kontynuowano analizy tendencji na krajowym rynku nieruchomości. Przez cały 2023 r., na podstawie oceny cyklicznego ryzyka systemowego, KSF zalecał utrzymanie wskaźnika antycyklicznego bufora kapitałowego na niezmiennym poziomie 0%, a Minister Finansów przyjmował tę rekomendację. Ponadto w omawianym okresie zainicjowano prace zmierzające do ustalenia optymalnego poziomu bufora antycyklicznego.

BFG organizuje obowiązkowy system gwarantowania depozytów oraz pełni funkcję organu przymusowej restrukturyzacji dla krajowych banków, SKOK-ów i firm inwestycyjnych. Od 13 maja 2023 r. pełni również funkcję organu do spraw przymusowej restrukturyzacji i likwidacji

dla KDPW_CCP. Na mocy rozporządzenia CCPRRR w grudniu 2023 r. BFG powołał kolegium¹⁰² w celu realizacji zadań określonych w tej regulacji, w tym:

- oceny możliwości przeprowadzenia skutecznej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP,
- identyfikowania i usuwania przeszkód dla skutecznej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP,
- wymiany informacji istotnych dla sporządzania planu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji i sporządzenia takiego planu dla KDPW_CCP.

W analizowanym okresie BFG kontynuował rozpoczęty 30 września 2022 r. proces przymusowej restrukturyzacji Getin Noble Banku SA (GNB SA). Wniosek o ogłoszenie upadłości tego podmiotu został złożony przez BFG 28 kwietnia 2023 r.¹⁰³ Po ogłoszeniu przez sąd 20 lipca 2023 r. (zgodnie z wnioskiem BFG¹⁰⁴) postanowienia o ogłoszeniu upadłości GNB, BFG wraz z Systemem Ochrony Banków Komercyjnych, założonym przez osiem największych banków komercyjnych w Polsce, powołali na bazie części aktywów GNB SA nowy podmiot, VeloBank SA¹⁰⁵. Następnie BFG rozpoczął proces sprzedaży tego banku pomostowego. Po wydzieleniu wybranych praw majątkowych z VeloBank SA należący do BFG Podmiot Zarządzający Aktywami SA, do którego prawa te zostały przeniesione, wyemitował obligacje o wartości 4,7 mld zł oraz 240 mln euro. Całość emisji, przeprowadzonej w trybie oferty niepublicznej (*private placement*), objął VeloBank SA¹⁰⁶.

W 2023 r. Rada BFG, biorąc pod uwagę obniżenie w 2022 r. docelowego poziomu funduszu gwarantowania depozytów dla banków (z 2,6% do 1,6% środków gwarantowanych w bankach), zdecydowała o braku konieczności wnoszenia w analizowanym okresie składek na ten fundusz.

¹⁰² W skład kolegium wchodzi przedstawiciele: KNF, ESMA, Autorité des marchés financiers, Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, De Nederlandsche Bank, Single Resolution Board, EBA, EBC, NBP oraz BFG.

¹⁰³ Komunikat BFG w sprawie wniosku o ogłoszenie upadłości GNB SA dostępny pod adresem: <https://www.bfg.pl/bfg-zlozyl-wniosek-o-ogloszenie-upadlosci-getin-noble-bank-s-a/#pe-content>.

¹⁰⁴ Informacja BFG dotycząca upadłości GNB SA dostępna pod adresem: <https://www.bfg.pl/informacja-dotyczaca-upadlosci-getin-noble-bank-s-a/#pe-content>.

¹⁰⁵ Informacja BFG dotycząca rozpoczęcia sprzedaży VeloBank SA dostępna pod adresem: <https://www.bfg.pl/bfg-rozpoczyna-proces-sprzedazy-velobank-s-a/>.

¹⁰⁶ Komunikat BFG w sprawie emisji obligacji korporacyjnych (zob. <https://www.bfg.pl/podmiot-nalezacy-do-bfg-z-najwieksza-emisja-obligacji-korporacyjnych-w-2023/>)

3.2. System płatniczy

W 2023 r. na polskim rynku funkcjonowało sześć systemów płatności w złotych: SORBNET2, Elixir, Express Elixir, BlueCash, BLIK i Krajowy System Rozliczeń (KSR) oraz dwa systemy płatności w euro: TARGET-NBP, który od 20 marca 2023 r. zastąpił system TARGET2-NBP, oraz Euro Elixir. We wszystkich wymienionych systemach odnotowano wzrosty zarówno wartości, jak i liczby przetworzonych zleceń w porównaniu z 2022 r.

NBP pełni rolę regulatora systemu płatniczego, w zakresie swoich ustawowych kompetencji¹⁰⁷, oraz operatora systemu płatności wysokokwotowych SORBNET2 i gestora systemu TARGET-NBP. Bank centralny sprawuje także nadzór systemowy (*oversight*) nad systemem płatniczym¹⁰⁸, mając na celu ograniczenie ryzyka, którego materializacja może zakłócić funkcjonowanie infrastruktury krajowego rynku finansowego.

3.2.1. Systemy wysokokwotowych płatności międzybankowych

System SORBNET2

W systemie SORBNET2, służącym do rozrachunku płatności wysokokwotowych w złotych, według stanu na koniec 2023 r. uczestniczyło: 46 banków, NBP, KDPW, KDPW_CCP, Krajowa Izba Rozliczeniowa (KIR) oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa (KSKOK). W analizowanym okresie zarówno wartość, jak i liczba zleceń zrealizowanych w tym systemie zwiększyły się w porównaniu z 2022 r. o, odpowiednio, 4,1% i 3,6% (wykres 3.2.1). Do tych wzrostów przyczyniły się przede wszystkim: większa skala płatności z tytułu operacji z bankiem centralnym, tj. transakcji zakupu bonów pieniężnych i wykupu tych papierów dłużnych przez NBP oraz w mniejszym stopniu większe wykorzystanie kredytów udzielanych przez NBP, zwłaszcza kredytu technicznego. W 2023 r. w systemie SORBNET2 średnio dokonywano rozrachunku 22 487 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 24,2 mln zł. W strukturze obrotów według typów operacji dominowały płatności wynikające z realizacji zleceń klientów, głównie z tytułu płatności międzybankowych (wykres 3.2.2).

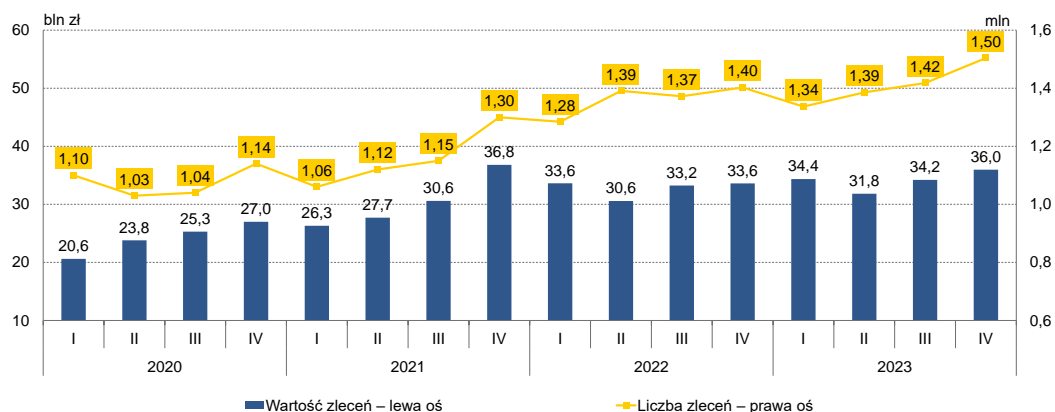
W 2025 r. system SORBNET2 zostanie zastąpiony nowym systemem RTGS w złotych – systemem SORBNET3. System ten będzie miał budowę modułową i będzie oferował nowe funkcjonalności, takie jak procedury rozrachunkowe dla systemów zewnętrznych, mechanizmy zarządzania płynnością, a także nowe rozwiązania awaryjne. Uczestnicy będą mieli możliwość otwarcia wielu rachunków bieżących, w tym jednego głównego rachunku bieżącego. Komunikacja uczestników

¹⁰⁷ Art. 3 ust. 2 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 2025).

¹⁰⁸ Lista systemów płatności podlegających nadzorowi systemowemu Prezesa NBP wraz z ich klasyfikacją jest dostępna na stronie internetowej NBP: <https://www.nbp.pl/systemplatniczy/nadzor/lista-systemow-i-schematow.pdf?v=4>.

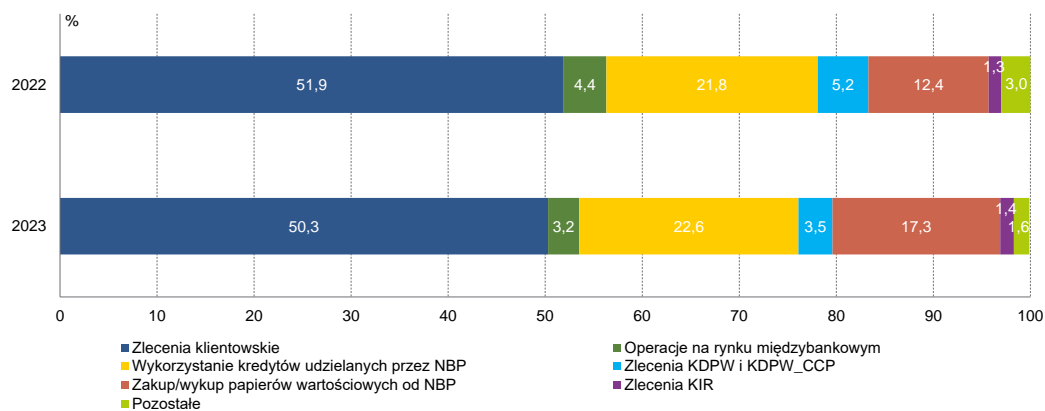
w systemie SORBNET3 będzie bazowała na sieci telekomunikacyjnej dostarczanej przez Towarzystwo SWIFT z wykorzystaniem nowego standardu komunikatów, zgodnych z normą ISO 20022.

Wykres 3.2.1. Kwartalna wartość i liczba zleceń przetworzonych w systemie SORBNET2 w latach 2020–2023



Źródło: dane NBP.

Wykres 3.2.2. Udział głównych typów operacji w strukturze obrotów brutto w systemie SORBNET2 w 2022 i 2023 r.



Źródło: dane NBP.

Istotne znaczenie dla tworzonego systemu SORBNET3 mają zmiany w dyrektywach SFD i PSD2, jakie będą dokonane rozporządzeniem IPR¹⁰⁹, którego zapisy zostały uzgodnione przez PE i Radę UE w listopadzie 2023 r. Zmiany te mają umożliwić instytucjom płatniczym oraz instytucjom pieniądza elektronicznego ubieganie się o uczestnictwo w tzw. wyznaczonych systemach

¹⁰⁹ Wniosek legislacyjny KE z dnia 26 października 2022 r. dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenia (UE) nr 260/2012 i (UE) 2021/1230 w odniesieniu do poleceń przelewu natychmiastowego w euro. Tekst kompromisowy projektu IPR został opublikowany pod adresem: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15764-2023-REV-1/en/pdf>.

płatności¹¹⁰. Takim systemem jest m.in. system RTGS dla płatności wysokokwotowych w złotych. Oznacza to, że po implementacji wspomnianych zmian dyrektyw SFD i PSD2 do prawa krajowego i uruchomieniu systemu SORBNET3 wspomniane podmioty będą mogły ubiegać się o uczestnictwo w nim, o ile będą spełniały odpowiednie warunki. Dostęp instytucji płatniczej lub instytucji pieniądza elektronicznego do tego systemu będzie możliwy tylko wtedy, gdy spełni ona zarówno wymogi wskazane w nowym art. 35a ust. 1 dyrektywy PSD2 (dotyczące ochrony środków pieniężnych użytkowników, zasad zarządzania i planu likwidacji na wypadek upadłości), jak i wymogi (w tym techniczne i w zakresie zarządzania ryzykiem) określone przez NBP jako operatora systemu oraz będzie przestrzegała zasad obowiązujących w tym systemie¹¹¹.

System TARGET2-NBP

System TARGET-NBP, będący polskim komponentem systemu TARGET, służy do rozrachunku wysokokwotowych płatności transgranicznych i krajowych w euro. Na koniec 2023 r. w systemie TARGET-NBP prowadzono rachunki w euro dla 15 banków krajowych, NBP, KIR, KDPW i KDPW_CCP.

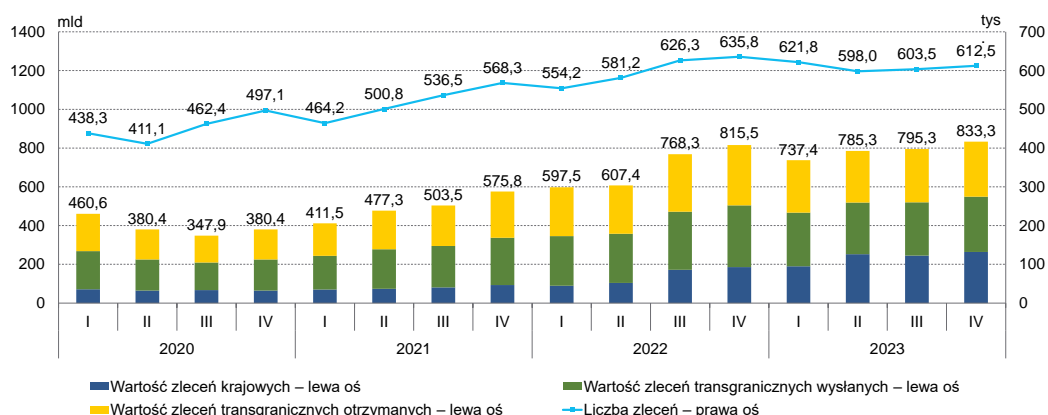
W 2023 r. w systemie TARGET2-NBP (działającym do 17 marca 2023 r.) zrealizowano 0,5 mln operacji na łączną kwotę 0,6 bln euro, a w systemie TARGET-NBP (pierwszym dniem operacyjnym był 20 marca 2023 r.) 1,9 mln operacji na łączną kwotę 2,5 bln euro. W porównaniu z 2022 r. łączna dla obu systemów liczba zrealizowanych operacji wzrosła o 1,6%, a ich wartość zwiększyła się o 13,0%. W 2023 r. w systemie RTGS dla płatności w euro obsługiwano średnio 9 552 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia zrealizowanego w tych systemach wyniosła 1,3 mln euro. Największy udział w rozrachunkach miały zlecenia transgraniczne, które stanowiły 69,8% wartości obrotów oraz 83,5% całkowitej liczby przetworzonych zleceń.

W I kwartale 2023 r. w NBP prowadzono prace zmierzające do migracji do skonsolidowanego systemu TARGET oraz do uruchomienia jego polskiego komponentu TARGET-NBP w wyznaczonym przez EBC terminie, tj. 20 marca 2023 r. Od tego dnia NBP oferuje pełen pakiet usług w tym systemie, w tym w szczególności otwieranie i prowadzenie rachunków uczestników w trzech usługach wchodzących w skład skonsolidowanego systemu TARGET: T2 (usługa rozrachunku pieniężnego w systemie RTGS), TARGET2-Securities (T2S – usługa rozrachunku papierów wartościowych) i TARGET Instant Payment Settlement (TIPS – usługa rozrachunku płatności natychmiastowych).

¹¹⁰ Pod pojęciem wyznaczonych systemów płatności (*designated payment systems*) należy rozumieć takie, które ze względu na swoje znaczenie zostały określone przez państwa członkowskie jako objęte zakresem stosowania dyrektywy SFD i zgłoszone do ESMA zgodnie z art. 10 ust. 1 SFD.

¹¹¹ Szerzej na ten temat w: *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w II półroczu 2023 r.*, Warszawa, kwiecień 2024 r., NBP, s. 83–85, opracowanie dostępne na stronie internetowej NBP: https://nbp.pl/wp-content/uploads/2024/05/Ocena-funkcjonowania-polskiego-systemu-platniczego-II-polrocze-2023_DKO.pdf.

Wykres 3.2.3. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie TARGET2-NBP i TARGET-NBP w latach 2020–2023



Źródło: dane EBC.

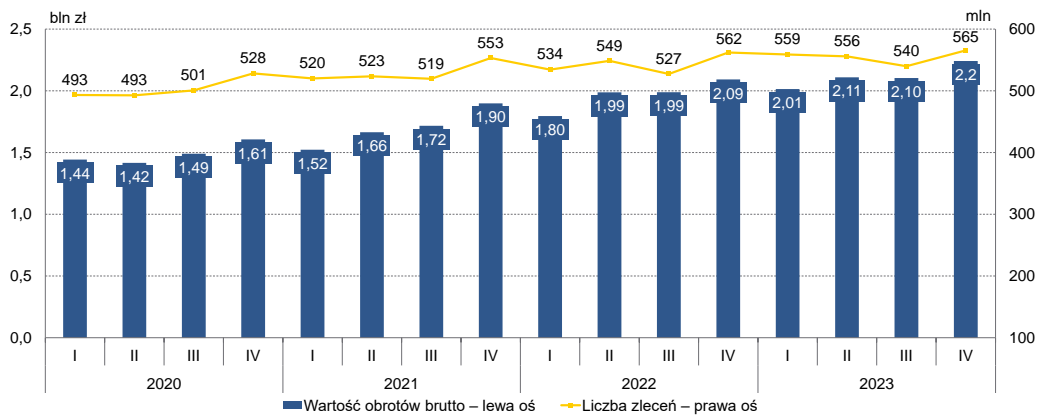
Usługa T2 zapewnia polskim podmiotom bezpieczny międzybankowy rozrachunek płatności w euro, dostęp do sprawnych kanałów rozliczeń w euro, w tym w szczególności do systemu płatności Euro Elixir prowadzonego przez KIR, oraz możliwość rozliczania transakcji w euro w ramach prowadzonych przez KDPW i KDPW_CCP systemów, odpowiednio, rozrachunku i rozliczeń transakcji papierami wartościowymi. Usługa TARGET2-Securities (T2S) służy do rozrachunku w euro (w pieniądzu banku centralnego) krajowych i transgranicznych transakcji papierami wartościowymi na zasadzie dostawa za płatność. Poza bankami centralnymi, bezpośrednimi uczestnikami T2S są centralne depozyty papierów wartościowych. W 2023 r. w usłudze T2S w polskim komponencie systemu otwarty rachunek miał KDPW, ale korzystał z niego sporadycznie. Natomiast usługa TIPS zapewnia przeprowadzany w trybie ciągłym rozrachunek płatności natychmiastowych w euro w pieniądzu banku centralnego. W 2023 r. do usługi TIPS w Polsce przystąpił jeden krajowy bank.

3.2.2. Systemy płatności detalicznych

System Elixir

Wynikające ze zleceń klientów rozliczenia międzybankowe w złotych przeprowadzane są za pośrednictwem KIR w systemie Elixir. Na koniec 2023 r. bezpośrednimi uczestnikami wymiany zleceń płatniczych w tym systemie było 37 banków krajowych (bez zmian w porównaniu z końcem 2022 r.), KSKOK oraz NBP. Od kilku lat w systemie Elixir systematycznie rośnie wartość i liczba przetwarzanych zleceń. W porównaniu z 2022 r. wskaźniki te zwiększyły się o, odpowiednio, 7,7% i 2,2% (wykres 3.2.4). W 2023 r. średnio rozliczano 8,8 mln zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 3 815 zł. Większość zleceń w systemie Elixir była kierowana na sesję poranną (47,4%), w sesji popołudniowej zrealizowano 30,3% zleceń, a w wieczornej – 22,2%.

Wykres 3.2.4. Wartość i liczba zleceń w systemie Elixir w kolejnych kwartałach w latach 2020–2023

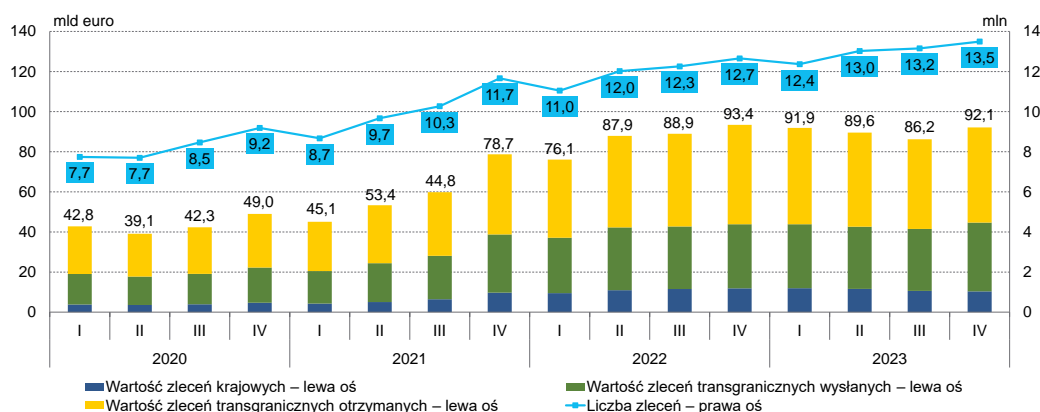


Źródło: dane KIR.

System Euro Elixir

Na koniec 2023 r. do grona uczestników systemu Euro Elixir, przeznaczonego do realizacji krajowych i transgranicznych detalicznych zleceń płatniczych w euro, należało 15 banków oraz NBP. Liczba ta zmniejszyła się o jeden podmiot w porównaniu z końcem 2022 r. W analizowanym okresie nastąpiły wzrosty zarówno wartości obrotów, jak i liczby zleceń przetworzonych w tym systemie o, odpowiednio, 4,6% i 2,7% (wykres 3.2.5). Przeciętnie w systemie Euro Elixir realizowano 193,3 tys. zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 7 345 euro.

Wykres 3.2.5. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie Euro Elixir w latach 2020–2023



Źródło: dane KIR.

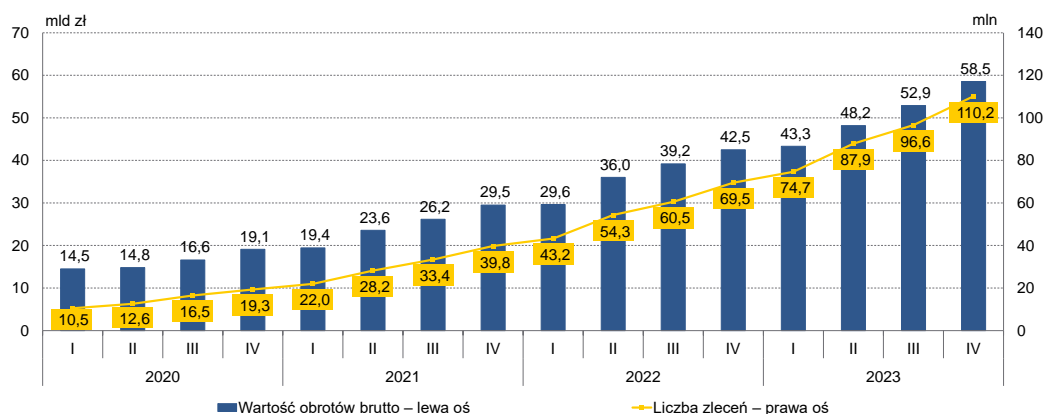
System Express Elixir

System Express Elixir, którego operatorem jest KIR, realizuje zlecenia płatnicze klientów banków w złotych w czasie rzeczywistym przez całą dobę, siedem dni w tygodniu. Z usługi tej mogą korzystać tylko klienci banków, które zawarły z KIR umowę uczestnictwa oraz zastosowały

odpowiednie rozwiązania technologiczne. Na koniec 2023 r. uczestnikami systemu Express Elixir były 22 banki (o cztery podmioty więcej niż na koniec 2022 r.) oraz NBP.

W porównaniu z 2022 r. liczba płatności przetworzonych w systemie Express Elixir zwiększyła się o 62,3%, a ich wartość o 37,8% (wykres 3.2.6). Istotny wzrost skali zleceń zrealizowanych w tym systemie wynika z rosnącej popularności płatności typu P2P (*person-to-person*, przelewy na numer telefonu), które są inicjowane w systemie BLIK i, w przypadku gdy dotyczą klientów różnych banków, rozliczane w systemie Express Elixir. W omawianym systemie przeciętnie realizowano ponad 1,0 mln zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła blisko 550 zł.

Wykres 3.2.6. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie Express Elixir w latach 2020–2023



Źródło: dane KIR.

Połowa wolumenu płatności w systemie Express Elixir (50,1%) była realizowana w godz. 8.00 – 16.00, w godz. 16.00 – 24.00 obsłużono 43,9% zleceń, a w pozostałych godzinach – 6%. Od poniedziałku do piątku w systemie tym rozliczano 79% płatności pod względem liczby, a pozostałą część w weekendy.

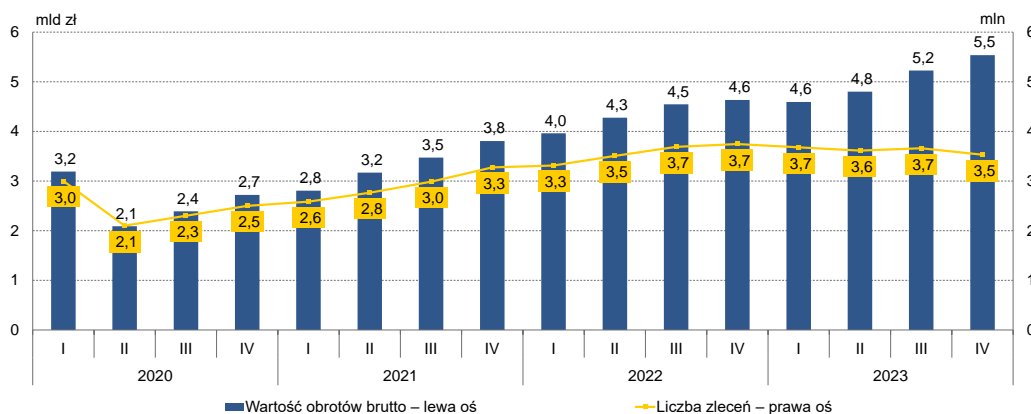
System BlueCash

System płatności BlueCash, którego operatorem jest spółka Autopay SA, umożliwia natychmiastową i nieograniczoną czasem realizację krajowych transakcji płatniczych w formie polecenia przelewu w złotych. Na koniec 2023 r. w systemie uczestniczyło 85 banków, w tym 80 banków spółdzielczych (o 7 banków spółdzielczych mniej niż rok wcześniej), a także spółka Autopay S.A. Zlecenia płatnicze mogły być realizowane między uczestnikami systemu oraz kierowane przez nich do banków posiadających status podmiotów współpracujących, czyli takich, które nie zawarły umowy o uczestnictwo z organizatorem systemu.

W 2023 r. wartość i liczba zleceń obsługiwanych w systemie BlueCash wzrosły o, odpowiednio, 15,7% i 1,6% (wykres 3.2.7). Realizowano w nim przeciętnie 39,7 tys. zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 1 392 zł. Większość zleceń w systemie BlueCash

obsługiwano w godz. 8.00–16.00 (63%), w godz. 16.00–24.00 realizowano 29% płatności, a w godzinach nocnych (0.00–8.00) – 8%. Zlecenia kierowano do tego systemu przede wszystkim w dni robocze tygodnia, na weekendy przypadało tylko 11,8% rozliczonych płatności.

Wykres 3.2.7. Kwartalna wartość obrotów brutto i liczba zleceń w systemie BlueCash w latach 2020–2023



Źródło: dane Autopay SA.

System BLIK

System płatności mobilnych BLIK, którego operatorem jest Polski Standard Płatności sp. z o.o. (PSP), umożliwia dokonywanie za pomocą telefonu komórkowego i tabletu transakcji płatniczych w sklepach stacjonarnych i internetowych, w komunikacji miejskiej i urzędach publicznych. Płatności w terminalach POS można dokonywać w systemie BLIK także zbliżeniowo. Ponadto system BLIK pozwala na wypłatę gotówki z bankomatów przy użyciu urządzeń mobilnych oraz realizację płatności cyklicznych. Dostępna jest również usługa natychmiastowego przelewu środków bez konieczności podawania numeru rachunku bankowego odbiorcy, a jedynie przez wskazanie jego numeru telefonu.

Na koniec grudnia 2023 r. uczestnikami systemu BLIK było 20 banków krajowych (o jeden podmiot więcej niż na koniec 2022 r.), a liczba użytkowników posiadających aplikację mobilną BLIK wyniosła 28,6 mln (wzrost o 2,7 mln).

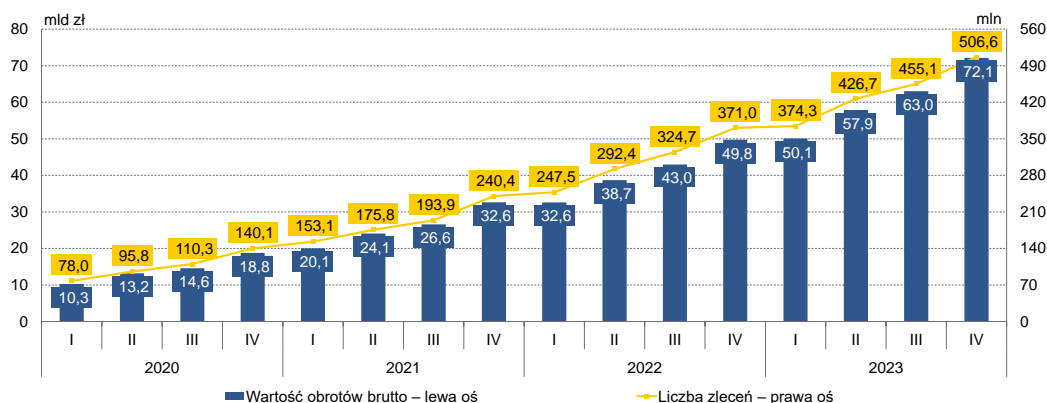
W 2023 r. wzrosła zarówno liczba, jak i wartość zleceń przetwarzanych w systemie BLIK o, odpowiednio, 42,7% i 48,2% w porównaniu z poprzedzającym rokiem (wykres 3.2.8). Przeciętnie realizowano 4,8 mln płatności dziennie (więcej o 42,7% niż w 2022 r.), a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 138 zł. Od poniedziałku do piątku w systemie BLIK rozliczono 76,5% płatności (najwięcej w piątki), a na weekendy przypadało 23,5% obsłużonych płatności.

Największe znaczenie miały płatności internetowe 921,0 mln (51,7% wartości i 52,3% liczby wszystkich zleceń). Coraz bardziej popularne były dokonywane między użytkownikami systemu BLIK przelewy na numer telefonu (23,5% liczby wszystkich transakcji). Płatności w terminalach,

w tym coraz powszechniej stosowane płatności zbliżeniowe (bez konieczności użycia kodu PIN), stanowiły 20,7% liczby transakcji realizowanych w analizowanym systemie.

Polacy chętnie korzystają z udostępnianych przez BLIK nowych form płatności, o czym świadczy odnotowany w 2023 r. wzrost o 70% liczby płatności P2P, czyli transakcji przesyłania środków za pośrednictwem systemu BLIK z wykorzystaniem numeru telefonu odbiorcy. Potwierdza to wskazany wcześniej wzrost liczby transakcji w systemie Express Elixir, w którym realizowane są takie płatności P2P, w przypadku gdy dotyczą klientów różnych banków. W podobnej skali (o niemal 60%) zwiększyła się także liczba płatności w terminalach POS z wykorzystaniem aplikacji BLIK.

Wykres 3.2.8. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie BLIK w latach 2020–2023



Źródło: dane PSP.

Krajowy System Rozliczeń (KSR)

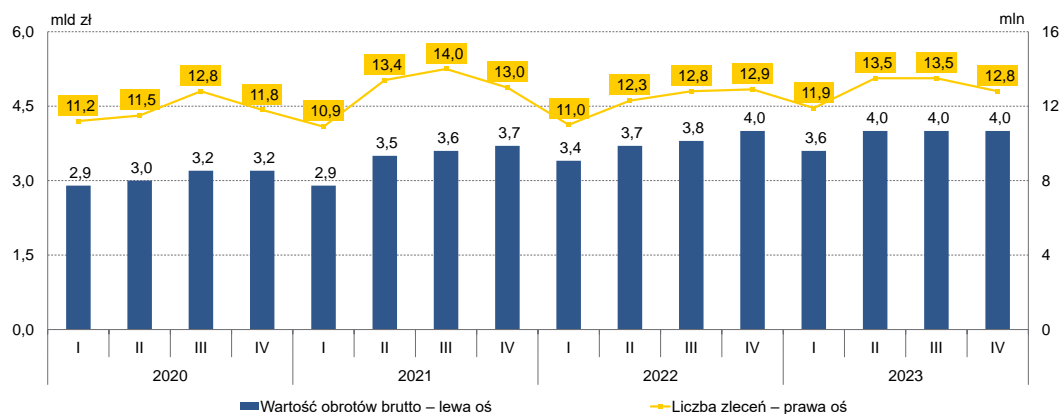
Prowadzony przez spółkę Fiserv Polska (wcześniej First Data Polska) system KSR służy do rozliczania krajowych transakcji dokonanych kartami płatniczymi oraz wymiany danych między podmiotami rynku kartowego. Uczestnikami systemu mogą być prowadzący działalność na terytorium Polski wydawcy kart płatniczych oraz podmioty uprawnione do świadczenia usługi *acquiringu*¹¹². Ostateczny rozrachunek zleceń rozliczanych w KSR następuje w systemie SORBNET2, przy udziale agenta rozrachunkowego, którym jest jeden z banków krajowych. Na koniec 2023 r. uczestnikami systemu KSR było 8 banków i liczba ta nie zmieniła się w porównaniu z końcem 2022 r.

¹¹² Usługa *acquiringu* – usługa płatnicza polegająca na umożliwieniu wykonania zainicjowanych przez akceptanta (sklep) lub za jego pośrednictwem transakcji płatniczych dokonywanych instrumentem płatniczym płatnika (konsumenta, przedsiębiorcy), w szczególności na obsłudze autoryzacji oraz przesyłaniu do wydawcy karty płatniczej (najczęściej banku) lub systemów płatności zleceń płatniczych płatnika lub akceptanta w celu przekazania akceptantowi należnych mu środków.

System KSR obsługuje zarówno dokonane kartą transakcje bezgotówkowe (płatności w terminalach POS, płatności internetowe), jak i gotówkowe (m.in. wypłaty gotówki z bankomatów oraz *cash back* – wypłaty sklepowe). W 2023 r. w systemie tym przetworzono 51,7 mln zleceń o wartości 15,6 mld zł (wykres 3.2.9). W porównaniu z rokiem poprzedzającym liczba zleceń była większa o 5,5%, natomiast ich wartość wzrosła o 4,0%.

Pod względem liczby przeważały płatności w terminalach płatniczych, których było 36,3 mln (70,1% wszystkich przetworzonych transakcji). Wypłaty w bankomacie dominowały pod względem wartości (80,3%). Średnio dziennie realizowano ponad 141,7 tys. transakcji, a średnia wartość pojedynczego zlecenia w systemie KSR wyniosła 302 zł. Od poniedziałku do piątku rozliczano 66,4% płatności, a w weekendy 33,6%.

Wykres 3.2.9. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie KSR w latach 2020–2023



Źródło: dane Fiserv Polska.

3.2.3. Dostawcy usług płatniczych

Zgodnie z przepisami ustawy o usługach płatniczych¹¹³, usługi te mogą być świadczone m.in. przez: banki, oddziały instytucji kredytowych, SKOK-i, instytucje płatnicze, instytucje pieniądza elektronicznego, biura usług płatniczych, małe instytucje płatnicze i dostawców świadczących wyłącznie usługę dostępu do informacji o rachunku.

Na koniec 2023 r. w Polsce funkcjonowało 29 banków krajowych, 34 oddziały instytucji kredytowych, BGK oraz 492 banki spółdzielcze. Ponadto do prowadzonego przez KNF rejestru dostawców usług płatniczych wpisanych było: 18 SKOK-ów, 43 krajowe instytucje płatnicze, 1 instytucja pieniądza elektronicznego, 1 084 biura usług płatniczych i 181 małych instytucji

¹¹³ Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r. poz. 30).

płatniczych. Natomiast w rejestrze dostawców świadczących wyłącznie usługę dostępu do informacji o rachunku zarejestrowanych było 15 podmiotów¹¹⁴.

Inną kategorią podmiotów funkcjonujących na polskim rynku usług płatniczych są instytucje pośredniczące w przekazach transgranicznych. Na podstawie danych przekazywanych do NBP przez podmioty świadczące ten typ usługi, w 2023 r. odnotowano 600,2 tys. transakcji wysłanych o łącznej wartości 969,5 mld zł (spadek o 11,3% w porównaniu z 2022 r.). Równocześnie w tym okresie zrealizowano 898,6 tys. transakcji otrzymanych o łącznej wartości 1,6 mld zł (spadek o 17,4%).

3.2.4. Detaliczne instrumenty i usługi płatnicze

Infrastruktura systemu płatniczego powinna zapewniać dostęp do wielu metod płatności, które będą odpowiadały preferencjom konsumentów i przedsiębiorców. Z badań prowadzonych przez NBP wynika, że najbardziej rozpowszechnionymi metodami płatności są: gotówka, karty płatnicze i polecenie przelewu. Wybór metody płatności zależy od różnych czynników: demograficznych (wiek, wykształcenie), kwoty transakcji, miejsca realizacji płatności (targowisko, hipermarket), czy kategorii płatności (handel, usługi). W ostatnich latach Polacy coraz chętniej korzystają z kart płatniczych i płatności w systemie BLIK. W codziennych transakcjach realizowanych w stacjonarnych sklepach i punktach usługowych (pod względem liczby i wartości transakcji) przeważają płatności kartami płatniczymi¹¹⁵. Jednocześnie w sytuacjach wzrostu niepewności w gospodarce, takich jak wybuch pandemii Covid-19, czy agresja Rosji na Ukrainę, Polacy gwałtownie zwiększają zapotrzebowanie na gotówkę.

W 2023 r. w obiegu było 45,4 mln kart płatniczych (tabela 3.2.1). Liczba transakcji dokonanych kartami płatniczymi wyniosła 10,0 mld (wzrost o 9,5% w porównaniu z 2022 r.). Wartość tych transakcji osiągnęła 1 193,2 mld zł (więcej o 8,8%). Udział transakcji bezgotówkowych w ogólnej liczbie transakcji kartami płatniczymi zwiększył się w 2023 r. do rekordowych 94,8%. Analogiczny wskaźnik dla wartości tych transakcji wyniósł 57,7% i był również najwyższy w historii.

Na rynku krajowym bardzo popularne są płatności dokonywane kartami z funkcją zbliżeniową. Na koniec 2023 r. w obiegu było 41,1 mln takich kart, co stanowiło 97,2% wszystkich kart płatniczych (wskaźnik ten systematycznie wzrasta w ostatnich latach). Limit kwoty dla pojedynczej transakcji zbliżeniowej dokonywanej bez użycia kodu PIN wynosi 100 zł. Udział transakcji zbliżeniowych w ogólnej liczbie bezgotówkowych transakcji dokonanych w Polsce

¹¹⁴ Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2023 roku, UKNF, Warszawa 2024, dokument dostępny na stronie: https://www.knf.gov.pl/o_knf/sprawozdania_roczne.

¹¹⁵ *Zwyczaje płatnicze w Polsce w 2023 r.*, Warszawa, październik 2024 r., NBP, dokument dostępny na stronie internetowej NBP: <https://nbp.pl/system-płatniczy/dane-i-analizy/analizy-i-opracowania/zwyczaje-płatnicze-polakow/>.

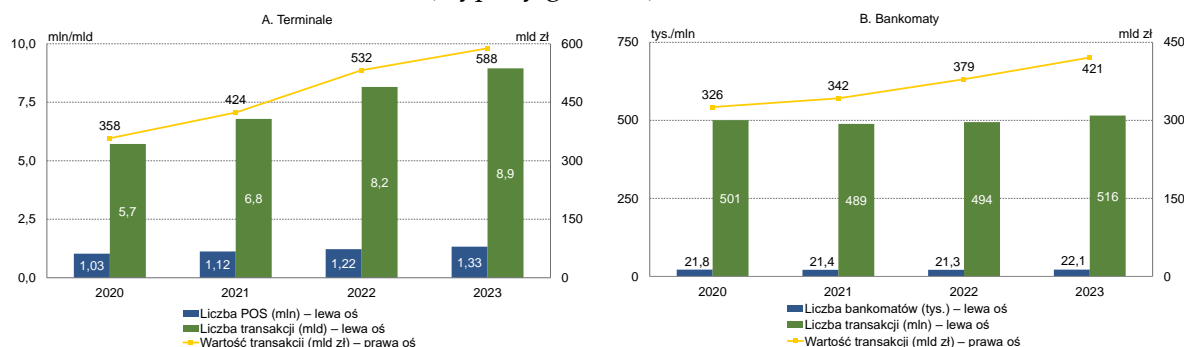
w 2023 r. przy użyciu kart wyniósł 97,0%. Wartość płatności kartami zbliżeniowymi stanowiła 94,5% (w roku poprzedzającym było to 92,6%) ogólnej wartości bezgotówkowych transakcji zrealizowanych przy użyciu kart wydanych w Polsce. Wskaźniki te były najwyższe w historii. Dynamiczny rozwój płatności kartami zbliżeniowymi wynika nie tylko z wygody i szybkości ich dokonywania, ale także z zapewnienia odpowiedniej infrastruktury (od 2019 r. 100% terminali płatniczych w Polsce jest przystosowanych do obsługi transakcji takimi kartami).

Tabela 3.2.1. Liczba kart płatniczych w obiegu w Polsce oraz liczba i wartość transakcji dokonanych tymi kartami na koniec roku w latach 2020–2023

Wyszczególnienie	Jednostka	2020	2021	2022	2023
Liczba kart płatniczych w obiegu	mln	43,7	43,3	44,5	45,4
Liczba kart zbliżeniowych w obiegu	mln	38,4	40,2	41,6	44,1
Udział w ogólnej liczbie kart płatniczych	%	87,8	92,9	93,5	97,2
Liczba transakcji dokonanych kartami płatniczymi	mld	6,6	7,8	9,1	10,0
Wartość transakcji dokonanych kartami płatniczymi	mld zł	814,9	936,0	1 096,7	1 193,2

Źródło: dane NBP.

Wykres 3.2.10. Liczba urządzeń oraz roczna liczba i wartość transakcji dokonanych kartami w terminalach POS i bankomatów (wyплаты gotówki) w latach 2020–2023



Źródło: dane NBP.

Zgodnie z danymi przekazanymi do NBP przez banki, liczba bankomatów i recyclerów¹¹⁶ w Polsce na koniec 2023 r. wyniosła 22 085¹¹⁷. W porównaniu z końcem 2022 r. tych urządzeń było więcej o 775, co oznacza zahamowanie obserwowanej od 2020 r. tendencji spadku liczby bankomatów w Polsce (wykres 3.2.10). Niezależni operatorzy bankomatów zwracają jednak uwagę na rosnące koszty utrzymania tych urządzeń przy jednoczesnym braku zmian ustalonej przez organizacje płatnicze i operatora systemu BLIK opłaty ponoszonej przez wydawcę karty płatniczej (np. bank)

¹¹⁶ Przez recycler rozumie się urządzenie umożliwiające wypłatę i wpłatę gotówki.

¹¹⁷ Opracowywane na podstawie sprawozdań przekazywanych do NBP. Kwartalne dane o liczbie bankomatów oraz liczbie i wartości transakcji przeprowadzanych w tych urządzeniach są publikowane na stronie internetowej: <https://nbp.pl/system-platniczy/dane-i-analizy/karty-platnicze/>.

na rzecz operatora bankomatu z tytułu wypłaty gotówki, której obsługi nie reguluje umowa bilateralna zawarta między dostawcą usług płatniczych a operatorem bankomatu. Ponadto poszukiwanie przez niezależnych operatorów bankomatów przychodów, które pozwalałyby pokryć ponoszone przez nich koszty, przekłada się na negatywne zjawisko limitowania kwot jednorazowych wypłat z bankomatów. Opłata na rzecz operatora bankomatu jest bowiem naliczana od każdej transakcji wypłaty dokonywanej w tym urządzeniu.

W 2023 r. liczba wypłat gotówki z bankomatów wzrosła o 4,3% do 515,5 mln, a ich wartość o 11,0% do 420,9 mld zł. Średnia wartość pojedynczej transakcji wypłaty gotówki z bankomatu wyniosła 816 zł (w 2022 r. – 767 zł). Średnia ta była 11-krotnie większa niż średnia wartość pojedynczej transakcji bezgotówkowej dokonanej kartą (73 zł). Liczba wpłat gotówki do bankomatu z funkcją wpłatomatu osiągnęła 101,5 mln i była większa o 12,7% w porównaniu z 2022 r. Wartość takich wpłat wzrosła o 13,9% do 239,8 mld zł. Średnia wartość wpłaty gotówkowej wyniosła 2 363 zł (wzrost o 1,0%) i była prawie trzykrotnie większa niż średnia kwota wypłaty gotówki z bankomatu.

Liczba terminali akceptujących płatności dokonywane przy użyciu kart wzrosła w porównaniu z końcem 2022 r. o 8,8% i na koniec 2023 r. wyniosła ponad 1 328 tys. W 2023 r. w Polsce przeprowadzono w terminalach 8,9 mld transakcji bezgotówkowych na kwotę 588,2 mld zł (więcej w porównaniu z 2022 r. o, odpowiednio, 9,7% i 10,5%). Średnio dziennie w terminalach dokonywano 24,5 mln transakcji, a średnia wartość pojedynczej płatności wyniosła 66 zł. Wpływ na rozwój sieci akceptacji płatności bezgotówkowych oraz ich upowszechnianie miało funkcjonowanie *Programu wsparcia obrotu bezgotówkowego*, koordynowanego przez Fundację Polska Bezgotówkowa, którego celem jest rozwój sieci akceptacji płatności bezgotówkowych w Polsce. Według zasad tego programu obowiązujących od 1 stycznia 2023 r., przedsiębiorcy oraz podmioty sektora publicznego mogą otrzymać dofinansowanie do kwoty 100 tys. zł na zakup i obsługę nowego terminala przez 12 miesięcy¹¹⁸.

¹¹⁸ Więcej o zasadach funkcjonowania programu i jego efektach na stronie internetowej Fundacji Polska Bezgotówkowa: <https://polskabezgotowkowa.pl>.

3.3. Infrastruktura rynku instrumentów finansowych

Na infrastrukturę transakcyjną i potransakcyjną krajowego rynku instrumentów finansowych składają się instytucje organizujące obrót nimi, podmioty dokonujące rozliczeń i rozrachunku transakcji, podmioty gromadzące dane o emisjach i transakcjach oraz administratorzy wskaźników referencyjnych. W Polsce działalność w zakresie infrastruktury transakcyjnej prowadzą Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW) oraz spółka od niej zależna – BondSpot SA. Z kolei infrastrukturę potransakcyjną stanowią organizowane przez grupę kapitałową KDPW oraz NBP systemy rozliczeń i rozrachunku transakcji instrumentami finansowymi. W 2023 r. usługi depozytowo-rozrachunkowe były świadczone w:

- systemie rozrachunku prowadzonym przez KDPW, obsługującym rynki obligacji skarbowych i nieskarbowych papierów dłużnych, akcji dopuszczonych do obrotu zorganizowanego i innych instrumentów finansowych dostępnych na rynkach organizowanych przez GPW i BondSpot,
- prowadzonym przez NBP systemie SKARBNET4, obsługującym transakcje bonami skarbowymi i bonami pieniężnymi.

Izba rozliczeniowa KDPW_CCP rozliczała nominowane w złotych i w euro transakcje dopuszczonymi do obrotu na rynku zorganizowanym instrumentami finansowymi oraz transakcje określonymi klasami instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej, transakcje *repo* zabezpieczone obligacjami skarbowymi w obrocie zorganizowanym, a także prowadziła system zabezpieczania płynności rozliczeń tych transakcji. Ponadto Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych (IRGiT) posiadała uprawnienia do rozliczania transakcji instrumentami finansowymi z wyjątkiem pochodnych instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym¹¹⁹.

Ważnymi elementami infrastruktury potransakcyjnej w Polsce są również prowadzone przez KDPW repozytorium transakcji (KDPW_TR), świadczona przez KDPW usługa tzw. zatwierdzonego mechanizmu sprawozdawczego (*Approved Reporting Mechanism, ARM*), Rejestr Zobowiązań Emitentów, a także wpisany do rejestru ESMA administrator wskaźników referencyjnych – spółka GPW Benchmark SA. Ten ostatni podmiot pełni funkcję administratora indeksów giełdowych i wskaźników referencyjnych stóp procentowych, w tym wskaźnika WIBOR, który w 2023 r. był stosowany m.in. w większości nominowanych w złotych kredytów, transakcji pochodnych stopy procentowej oraz instrumentów dłużnych o zmiennym kuponie odsetkowym, a także wskaźnika WIRON, który zgodnie z decyzją Komitetu Sterującego

¹¹⁹ Podmiot ten prowadzi funkcjonujący pod nazwą IRGiT SRF system rozliczeń i rozrachunku transakcji instrumentami finansowymi. W 2023 r. została wprowadzona do wspomnianego systemu jedna transakcja pochodnym instrumentem finansowym na prawa majątkowe wynikające ze świadectw pochodzenia odnoszących się do produkcji energii elektrycznej z odnawialnych źródeł energii.

Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych miał zastąpić WIBOR w umowach i instrumentach finansowych.

3.3.1. Infrastruktura transakcyjna

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

W 2023 r. GPW była operatorem:

- Głównego Rynku GPW (rynek regulowany), na którym były notowane: akcje, prawa do akcji (PDA), prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne, tytuły uczestnictwa funduszy ETF, ETC, produkty strukturyzowane, kontrakty terminowe na indeksy akcji i akcje spółek, opcje indeksowe oraz kontrakty *futures* na kursy walut,
- rynku NewConnect (alternatywnego systemu obrotu, ASO), na którym notowane były akcje,
- detalicznych segmentów platformy obrotu papierami dłużnymi Catalyst¹²⁰ (rynek regulowanego oraz ASO), na których notowane były obligacje: skarbowe, komunalne, BGK oraz PFR gwarantowane przez Skarb Państwa, EBI, przedsiębiorstw i banków, hipoteczne i publiczne listy zastawne,
- rynku GlobalConnect, na którym notowane były akcje spółek zagranicznych.

Na koniec 2023 r. uczestnikami Głównego Rynku GPW były 44 instytucje finansowe (20 krajowych firm inwestycyjnych, 24 podmioty zagraniczne). Status członka rynku NewConnect posiadało 27 instytucji (20 krajowych podmiotów prowadzących działalność maklerską i 7 zagranicznych instytucji finansowych). Uczestnikami rynku regulowanego platformy Catalyst było natomiast 41 podmiotów, a rynku ASO – 16. Uczestnikami rynku GlobalConnect było 14 podmiotów, w tym 12 krajowych. W 2023 r. do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje dziesięciu nowych spółek (z czego dziewięć przeszło z rynku NewConnect), nowe kontrakty terminowe na akcje trzech spółek oraz ETC. Z kolei na rynek NewConnect wprowadzono akcje 14 nowych spółek. Na GlobalConnect można było kupić akcje 16 podmiotów.

W analizowanym okresie GPW kontynuowała prace nad nowym systemem transakcyjnym WATS (Warsaw Automated Trading System), który ma zastąpić dotychczas wykorzystywany system UTP (Universal Trading Platform)¹²¹. Opracowano m.in. Program Wsparcia Migracji do centrum danych GPW WATS, co powinno ułatwić uczestnikom rynku dostosowanie do nowej infrastruktury giełdowej.

W listopadzie 2023 r. w Regulaminie ASO dokonano zmian, mających na celu zwiększenie transparentności i bezpieczeństwa obrotu notowanych instrumentów finansowych. Nowe postanowienia dotyczyły kryteriów i wymogów wprowadzania akcji lub obligacji do ASO.

¹²⁰ System obrotu Catalyst jest prowadzony na platformach transakcyjnych GPW (segment detaliczny, na którym jednostką transakcyjną jest jedna obligacja) oraz BondSpot (segment hurtowy, na którym minimalna wartość transakcji wynosi 100 tys. zł).

¹²¹ Szerzej na ten temat w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.*, Warszawa 2023, NBP, s. 294–295.

Polegały one na podniesieniu do 2 mln zł wartości wymaganego kapitału własnego emitentów ubiegających się o rozpoczęcie notowań akcji na rynku NewConnect, zwiększeniu do 25 minimalnej liczby niepowiązanych akcjonariuszy mniejszościowych oraz wprowadzeniu ograniczeń w zakresie wprowadzania na rynek NewConnect akcji założycielskich.

BondSpot

W 2023 r. BondSpot prowadził następujące rynki obrotu instrumentami finansowymi:

- Treasury BondSpot Poland (TBSP) – elektroniczną platformę transakcyjną, na której odbywał się obrót skarbowymi papierami wartościowymi; platforma ta posiada status ASO i jest integralną częścią prowadzonego przez Ministra Finansów systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW),
- hurtowe segmenty platformy obrotu papierami dłużnymi Catalyst (rynek regulowany oraz ASO), na których notowane były: obligacje skarbowe, komunalne, przedsiębiorstw, banków, obligacje BGK gwarantowane przez Skarb Państwa, oraz hipoteczne i publiczne listy zastawne.

Na koniec 2023 r. uczestnikami platformy TBSP były 24 podmioty, w tym BFG oraz 11 banków mających status DSPW. Na platformie tej działało bezpośrednio 8 zagranicznych instytucji finansowych. Na koniec grudnia uczestnikami rynku regulowanego i ASO prowadzonych przez BondSpot w ramach Catalyst było 6 instytucji (5 banków i dom maklerski).

W analizowanym okresie rozpoczęto prace mające na celu dopuszczenie Ministra Finansów do bezpośredniego uczestnictwa na rynku transakcji *repo* zawieranych na platformie TBSP w ramach funkcjonalności TRF (Trade Registration Facility). Umożliwia ona wcześniejsze uzgadnianie warunków zawarcia transakcji *repo*, a następnie dokonanie jej rejestracji w systemie transakcyjnym TBSP. Wspomniane transakcje będą mogły być zabezpieczane zarówno poszczególnymi seriami obligacji skarbowych, jak i koszykami papierów wartościowych spełniających określone kryteria (tzw. *general collateral repo*)¹²². Instrukcje rozrachunkowe będą przesyłane do KDPW za pośrednictwem KDPW_CCP, jednak wspomniane transakcje *repo* nie będą objęte systemem zabezpieczania płynności rozliczania transakcji prowadzonym przez tę izbę. Dopuszczenie Ministra Finansów do obrotu na rynku TBSP planowane jest na marzec 2024 r.

Ponadto Bondspot kontynuował prace nad projektem *all-to-all*, którego głównym celem jest zwiększenie wartości transakcji zawieranych na rynkach prowadzonych przez tę spółkę przez rozszerzenie kategorii uczestników rynku o inwestorów instytucjonalnych. Ma to ułatwić tym podmiotom bezpośredni udział w obrocie na rynku kasowym i transakcji warunkowych (*repo* i SBB), a także kierowanie wspomnianych operacji do rozliczenia w CCP¹²³. Projekt zakłada także uruchomienie nowego rynku w formule ASO, na którym byłby wykorzystywany system transakcyjny WATS opracowywany przez GPW.

¹²² Lista zabezpieczeń jest dostępna na stronie: <https://www.bondspot.pl/repo>.

¹²³ Szerzej na ten temat w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.*, Warszawa 2023, NBP, s. 67.

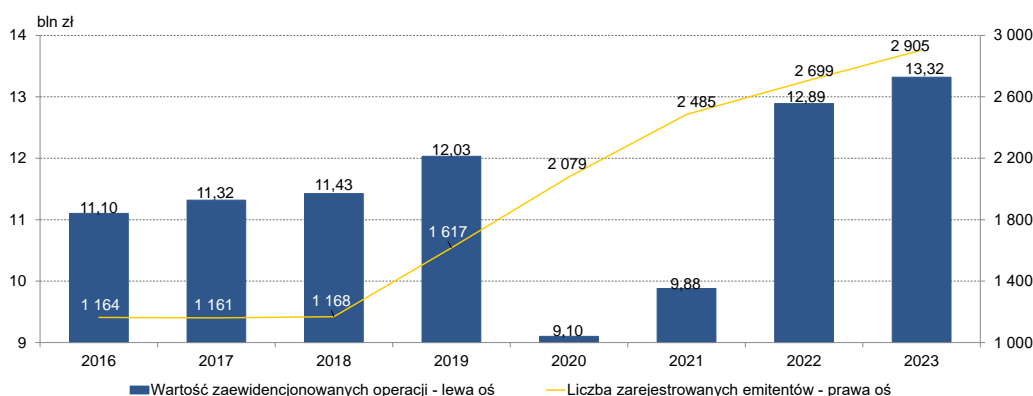
3.3.2. Infrastruktura potransakcyjna

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

KDPW działa jako centralny depozyt papierów wartościowych w rozumieniu rozporządzenia CSDR. Na mocy otrzymanej w marcu 2020 r. autoryzacji może świadczyć usługi podstawowe, tj. rejestrację papierów wartościowych, prowadzenie kont papierów wartościowych oraz dokonywanie rozrachunku transakcji tymi papierami, a także niektóre niebankowe usługi pomocnicze¹²⁴. Wspomniane operacje depozytowo-rozrachunkowe są realizowane w systemie informatycznym kdpw_stream.

W 2023 r. nieznacznie zmieniła się struktura uczestników bezpośrednich KDPW. Trzy nowe instytucje uzyskały status uczestnika bezpośredniego w systemie depozytowym, ustało uczestnictwo trzech innych. Według stanu na koniec analizowanego okresu status bezpośredniego uczestnika KDPW miały 82 podmioty. Liczba zarejestrowanych emitentów wyniosła 2 905, w tym 96 to emitenci zagraniczni. Liczba emitentów krajowych wzrosła z 2 604 do 2 809. Istotny wzrost liczby uczestników krajowych w typie uczestnictwa *emitent*, wynika ze wzrostu emisji nieskarbowych papierów dłużnych. Wartość operacji zaewidencjonowanych w prowadzonym przez KDPW systemie rozrachunku papierów wartościowych w 2023 r. wyniosła ponad 13 bln zł i była o 3,3% większa niż w roku poprzednim (wykres 3.3.1).

Wykres 3.3.1. Wartość zaewidencjonowanych operacji i liczba zarejestrowanych emitentów w KDPW w latach 2016–2023



Źródło: KDPW.

¹²⁴ KDPW może wykonywać niektóre ze wskazanych w załączniku do rozporządzenia CSDR niebankowych usług pomocniczych (np. organizowanie systemu udzielania pożyczek papierów wartościowych, wspieranie przetwarzania zdarzeń korporacyjnych, sprawozdawczość wobec organów regulacyjnych) oraz inne niewymienione, ale dozwolone na podstawie tego załącznika, niebankowe usługi pomocnicze (np. administrowanie Funduszem Gwarancyjnym, prowadzenie obowiązkowego systemu rekompensat dla inwestorów, nadawanie kodów LEI). Pełna lista usług, na świadczenie których KDPW otrzymał zgodę KNF, znajduje się w rejestrze ESMA dostępnym na stronie internetowej: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-11635_cds_register_-_art_21.pdf.

Na koniec grudnia 2023 r. KDPW posiadał 20 połączeń operacyjnych z zagranicznymi odpowiednikami. Obejmowało to siedem połączeń bezpośrednich i 13 zapewniających dostęp do instytucji depozytowych za pośrednictwem dwóch międzynarodowych centralnych depozytów oraz jednego banku powierniczego.

KDPW prowadził także działalność jako agencja numerująca, tj. nadawał kody ISIN (*international securities identifying number*), CFI (*classification of financial instruments*) i FISN (*financial instrument short name*), służące do określania i klasyfikacji instrumentów finansowych. W 2023 r. zostało nadanych 7 182 nowych kodów ISIN wraz z kodami CFI i FISN. Na koniec analizowanego okresu liczba aktywnych kodów ISIN wyniosła 14 472.

Ponadto KDPW świadczył usługę nadawania kodów identyfikujących podmioty prawne (Legal Entity Identifier, LEI) na podstawie akredytacji Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF). Zgodnie z zasadami światowego systemu identyfikacji podmiotów prawnych do każdego kodu LEI przypisane są dane referencyjne podmiotu, dla którego kod został nadany, zgodne z właściwymi, publicznymi rejestrami. Informacje o nadanych kodach oraz o przypisanych im danych referencyjnych są udostępniane publicznie i nieodpłatnie przez agencje kodujące oraz GLEIF. W 2023 r. KDPW nadał 2 370 nowych kodów LEI, natomiast liczba kodów, którymi zarządzał, wyniosła 30 965 i dotyczyła podmiotów z EOG, Szwajcarii, Ukrainy i Wielkiej Brytanii.

KDPW świadczył również usługę tzw. zatwierdzonego mechanizmu sprawozdawczego (ARM), która umożliwiała podmiotom maklerskim raportowanie danych o transakcjach instrumentami finansowymi. Liczba obsługiwanych raportów w 2023 r. zmalała z 192 mln w 2022 r. do 124 mln w 2023 r. (spadek o około 35%), co wynikało m.in. ze zmian w sposobie raportowania przez największego uczestnika ARM.

W 2023 r. KDPW oferował również usługę *tri-party repo*, polegającą na rozrachunku transakcji *repo* w połączeniu z zarządzaniem zabezpieczeniami ustanowionymi w tych transakcjach. Ponadto podmiot ten umożliwiał obsługę ustanawiania zabezpieczeń, zgodnie z wymogami rozporządzenia EMIR, w nierozliczanych centralnie transakcjach instrumentami pochodnymi OTC.

Europejski Bank Centralny (EBC) 20 marca 2023 r. uruchomił nowy system TARGET służący do rozrachunku w euro w czasie rzeczywistym, w którym KDPW jest jednym z uczestników za pośrednictwem polskiego komponentu tego systemu (TARGET-NBP). Nowy system jest efektem konsolidacji dotychczasowych systemów Target2, Target2-Securities i Target Instant Payment Settlement. Wraz z jego wdrożeniem wszystkie płatności w euro wynikające z rozrachunków transakcji przeprowadzanych przez KDPW lub dokonywane w ramach realizacji zobowiązań emitentów wynikających z papierów wartościowych zarejestrowanych w depozycie, a także kary za nieterminowy rozrachunek, są przeprowadzane w TARGET-NBP.

W związku z tym, że obecna infrastruktura obsługi płatności stała się ograniczeniem dla dynamicznie rozwijającego się rynku płatności, organizacja SWIFT oraz główne banki centralne

zdecydowały o migracji wszystkich międzybankowych płatności transgranicznych i płatności RTGS ze standardu MT na ISO 20022 XML. System TARGET 20 marca 2023 r. przeszedł na nowy standard, a od listopada 2025 r. planowane jest zakończenie procesu migracji na ten standard wszystkich banków. W analizowanym okresie w KDPW prowadzono prace dostosowawcze związane z projektowanym przez NBP systemem rozrachunku SORBNET3, wdrażającym wspomniany standard ISO 20022 XML. W systemie tym wprowadzona zostanie nowa struktura rachunków pieniężnych (m.in. uczestnicy będą mogli poza rachunkiem głównym otwierać także inne rachunki bieżące, a systemy zewnętrzne będą mogły korzystać z rachunków pomocniczych). Umożliwi to zwiększenie elastyczności w relacjach z uczestnikami bezpośrednimi KDPW nieposiadającymi rachunków bankowych w NBP.

W związku z korzystaniem przez uczestników KDPW_CCP z funkcjonalności nettingu w papierach wartościowych w 2023 r., kolejny rok z rzędu, zmalała liczba instrukcji rozrachunku kierowanych do systemu depozytowego KDPW w stosunku do liczby transakcji zawieranych na tym rynku. W konsekwencji spadła (o 9,7% w porównaniu z 2022 r.) także liczba instrukcji rozrachunku na rynku zorganizowanym, objętym systemem zabezpieczania płynności rozliczeń prowadzonym przez KDPW_CCP.

W 2023 r. KDPW realizował projekty badawczo-rozwojowe w zakresie zastosowania technologii rozproszonych rejestrów (DLT) i *blockchain* m.in. przez przystąpienie do programu Innovation Hub funkcjonującego przy UKNF. Uczestnictwo w tym programie ma zapewnić zgodność modelu przygotowywanego w KDPW z wymogami regulacyjnymi, bazującymi na neutralności technologicznej przepisów prawa krajowego i europejskiego. Na początku 2023 r. uruchomiona została tzw. *Piaskownica Wirtualna DLT – Sandbox DLT*, która ma pełnić funkcję środowiska testowego opartego o technologię *blockchain*.

KDPW_TR

Na koniec 2023 r. uczestnikami prowadzonego przez KDPW repozytorium transakcji instrumentami pochodnymi, autoryzowanego zgodnie z rozporządzeniem EMIR, było 280 podmiotów z 15 państw UE. Przekazywali oni raporty w imieniu ponad 34 tys. kontrahentów, z których większość stanowiły podmioty polskie. Raporty te obejmowały instrumenty nominowane w 46 walutach, głównie w rupiach indyjskich (43%), dolarach amerykańskich (23%) i euro (12%). W 2023 r. dostęp do wspomnianego repozytorium miały 42 organy nadzoru z terytorium UE, w tym ESMA, ECB, krajowe organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym oraz banki centralne.

Ponadto KDPW prowadził autoryzowane zgodnie z rozporządzeniem SFTR repozytorium dla transakcji finansujących, w których jako zabezpieczenie wykorzystywane były papiery wartościowe (*securities financing transactions*, SFT). KDPW obsługuje raporty o wszystkich typach transakcji SFT. Na koniec 2023 r. uczestnikami repozytorium transakcji SFT były 72 podmioty (tyle samo co w roku ubiegłym) a liczba raportów spadła z 1,19 mln w 2022 r. do 1,15 mln w 2023 r. Dostęp do repozytorium na koniec grudnia 2023 r. miały organy nadzoru z terytorium UE.

KDPW_CCP

W 2023 r. KDPW_CCP, autoryzowany zgodnie z rozporządzeniem EMIR kontrahent centralny (CCP), oferował rozliczanie:

- transakcji nominowanymi w złotych instrumentami finansowymi w obrocie zorganizowanym: akcjami, prawami do akcji (PDA), prawami poboru, certyfikatami inwestycyjnymi, obligacjami skarbowymi (transakcje *outright*), obligacjami nieskarbowymi, listami zastawnymi, tytułami uczestnictwa funduszy ETF i ETC, produktami strukturyzowanymi, a także kontraktami terminowymi na indeksy akcji i akcje spółek, opcjami indeksowymi, kontraktami *futures* na kursy walut,
- transakcji nominowanymi w euro papierami dłużnymi dopuszczonymi do obrotu zorganizowanego,
- zawieranych na rynku OTC nominowanych w złotych i w euro transakcji pochodnych FRA, IRS, OIS i *basis swap*,
- zawieranych na rynku OTC¹²⁵ i na rynku zorganizowanym nominowanych w złotych transakcji *outright* obligacjami skarbowymi i transakcji *repo* zabezpieczonych tymi papierami dłużnymi, w tym zawieranych na TBSP.

KDPW_CCP jest uprawniony do prowadzenia rozliczeń i rozrachunku (w euro) transakcji zawartych podczas aukcji sprzedaży na rynku pierwotnym uprawnień do emisji gazów cieplarnianych EUA/EUAA (European Union Allowances/European Union Aviation Allowances). W 2023 r., podobnie jak w poprzednich latach, nie rozliczono takich transakcji, bowiem platforma aukcyjna, która może być prowadzona przez Towarową Giełdę Energii, nie została wpisana do odpowiedniego wykazu platform aukcyjnych¹²⁶.

W 2023 r. KDPW_CCP rozliczył 34,9 mln transakcji zawartych na rynkach kasowych prowadzonych przez GPW i BondSpot (więcej o 3,5% niż w poprzednim roku). Inwestorzy wykorzystywali instrumenty pochodne głównie do zajmowania pozycji względem oczekiwanych zmian cen akcji. Ponadto izba przyjęła do rozliczenia 1 374 transakcje nominowanymi w złotych instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej (przede wszystkim IRS i *basis swap*, a w dalszej kolejności FRA) o wartości nominalnej 236 mld zł. Liczba transakcji kierowanych przez banki do rozliczenia przez KDPW_CCP spadła o 29,4%, a ich wartość spadła o 2,8%.

¹²⁵ Uczestnicy rynku OTC nie kierowali transakcji *outright* obligacjami skarbowymi do rozliczenia przez KDPW_CCP.

¹²⁶ KNF 20 grudnia 2016 r. udzieliła TGE zezwolenia na prowadzenie platformy aukcyjnej uprawnień do emisji gazów cieplarnianych EUA/EUAA, o ile po uzyskaniu zezwolenia platforma ta zostanie wyznaczona na krajową platformę aukcyjną oraz zostanie wpisana przez organy UE do wykazu platform aukcyjnych w Załączniku III rozporządzenia KE nr 1031/2010 z dnia 12 listopada 2010 w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych w Unii (Dz. Urz. UE L337 z 2010 r., s. 1 z późn. zm.)

W omawianym okresie KDPW_CCP prowadził cztery odrębne systemy zabezpieczania płynności rozliczania transakcji, w tym odpowiednio wydzielone fundusze na wypadek niewykonania zobowiązań przez uczestników rozliczających izby:

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

Na koniec 2023 r. uczestnikami rozliczającymi KDPW_CCP wnoszącymi wpłaty do pierwszego z wymienionych funduszy było 25 podmiotów. W rozliczaniu transakcji zawieranych w ASO przez GPW i BondSpot uczestniczyło 25 instytucji finansowych. Wpłaty do funduszu zabezpieczającego rozliczanie transakcji OTC wносиło 12 podmiotów. Z kolei w funduszu zabezpieczającym rozliczanie pożyczek na zlecenie nie było środków, bowiem do końca 2023 r. żadna instytucja nie złożyła deklaracji przystąpienia do tego funduszu.

SKARBNET4

Prowadzony przez NBP system SKARBNET4 obsługuje rozliczanie i rozrachunek transakcji bonami pieniężnymi emitowanymi przez NBP oraz bonami skarbowymi, a także pełni funkcję centralnego depozytu dla tych papierów wartościowych. SKARBNET4 jako centralny depozyt papierów wartościowych działa zgodnie z zasadami określonymi w rozporządzeniu CSDR i wydanych do niego regulacyjnych standardach technicznych.

Na koniec 2023 r. uczestnikami systemu SKARBNET4 było 40 podmiotów (37 banków, NBP, KDPW oraz BFG). Od kilku lat pod względem wartości przetworzonych transakcji dominowały transakcje bonami pieniężnymi (tabela 3.3.1), co wynikało ze skali emisji tych instrumentów. W 2023 r. w systemie tym nie przetworzono żadnej transakcji bonami skarbowymi, bowiem w tym okresie nie było tych instrumentów w obiegu.

Tabela 3.3.1. Liczba i wartość zarejestrowanych w SKARBNET4 transakcji bonami skarbowymi i bonami pieniężnymi w latach 2020–2023

	Liczba transakcji (w tys.)				Wartość transakcji (w mld zł)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Bony skarbowe	1,0	0,1	0,0	0,0	165,9	20,7	0,0	0,0
Bony pieniężne	0,3	0,3	0,3	0,3	8 162,6	12 242,0	12 253,6	16 907,4

Uwaga: liczba transakcji obejmuje wyłącznie rynek wtórny, natomiast wartość transakcji obejmuje zarówno rynek pierwotny, jak i wtórny.

Źródło: NBP.

GPW Benchmark

GPW Benchmark, spółka zależna GPW, jest administratorem wskaźników stóp procentowych w rozumieniu rozporządzenia BMR. W 2023 r. spółka opracowywała trzy takie wskaźniki: WIBOR, WIBID oraz WIRON¹²⁷, który zgodnie z decyzją Komitetu Sterującego Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych (KS NGR) miał docelowo zastąpić wskaźnik WIBOR. W analizowanym okresie GPW Benchmark publikowała także indeks WRR, opisujący rynek transakcji warunkowych O/N zawieranych między bankami krajowymi a innymi instytucjami finansowymi, jednak publikacja ta miała wyłącznie charakter informacyjny (oznacza to, że indeks ten nie mógł być stosowany jako wskaźnik w rozumieniu rozporządzenia BMR).

Zgodnie z przepisami wspomnianego rozporządzenia administrator kluczowego wskaźnika referencyjnego, jakim jest WIBOR, zobowiązany jest do dokonywania raz na dwa lata oceny zdolności tego wskaźnika do pomiaru rynku, którego pomiar jest jego celem (tzw. rynku bazowego). W związku z tym 5 lipca 2023 r. na stronie GPW Benchmark opublikowano komunikat¹²⁸ podsumowujący wyniki przeprowadzonej przez spółkę analizy jakościowej i ilościowej, zgodnie z którą wskaźnik WIBOR zachował zdolność do pomiaru rynku bazowego, a czynniki rynkowe, gospodarcze, systemowe i polityczne, oddziałujące na funkcjonowanie krajowego rynku pieniężnego i rynku finansowego, miały pośredni i bezpośredni wpływ na dane wejściowe przekazywane przez banki na potrzeby kalkulacji tego wskaźnika. W III kwartale 2023 r. GPW Benchmark przeprowadziła konsultacje dotyczące daty zaprzestania opracowywania wskaźników WIBID i WIBOR dla terminu 1Y¹²⁹. W grudniu 2023 r. spółka poinformowała, że zgodnie z wynikami konsultacji zaprzestanie publikacji wspomnianych wskaźników ma nastąpić od 2 stycznia 2025 r.

GPW Benchmark jest ponadto administratorem indeksów krajowego rynku akcji. W 2023 r. spółka przeprowadziła konsultacje publiczne dotyczące zmiany metody opracowywania indeksów giełdowych¹³⁰, a następnie wprowadziła zmiany do Regulaminu Rodziny Indeksów Giełdowych, które obejmowały m.in.:

- zmiany zasad nadzwyczajnej korekty portfeli indeksów w przypadku wykluczenia spółki z obrotu na wniosek KNF lub BFG bez uwzględnienia rozliczenia pieniężnego dla inwestora,

¹²⁷ WIRON stał się wskaźnikiem stopy procentowej w rozumieniu rozporządzenia BMR w lutym 2023 r. Wcześniej, zgodnie z przepisami tej regulacji, był indeksem stopy procentowej.

¹²⁸ Komunikat z podsumowaniem *Cyklicznego Przeglądu Metody Referencyjnych WIBID i WIBOR, w tym Metody Kaskady Danych, z uwzględnieniem obowiązkowej oceny zdolności wskaźnika referencyjnego do pomiaru danego rynku lub realiów gospodarczych* jest dostępny pod adresem: https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci_czytaj?cmn_id=2116&title=Podsumowanie+Cyklicznego+Przeegl%C4%85du+Metody+Stawek+Referencyjnych+WIBID+i+WIBOR.

¹²⁹ Dokument konsultacyjny dostępny na stronie: https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci_czytaj?cmn_id=2140&title=Dokument+Konsultacyjny+%E2%80%9ETermin+zaprzestania+opracowywania+Stawek+Referencyjnych+WIBID+i+WIBOR+dla+Terminu+Fixingowego+1Y%E2%80%9D.

¹³⁰ Dokument konsultacyjny dostępny na stronie: https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci_czytaj?cmn_id=2059&title=Konsultacje+publiczne+zmi%C3%B3w+Metodzie+opracowywania+Indeksu+C3%B3w+Gie%C5%82dowych.

- zmiany progów kwalifikacji spółek w rankingach indeksów mWIG40 i sWIG80 podczas rewizji i korekt okresowych,
- zmiany w zasadach kwalifikacji spółek z listy rezerwowej do portfeli indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 i WIG30 podczas korekty nadzwyczajnej,
- weryfikację spółek w notowaniu równoległym pod kątem zasadności ich obecności w portfelach indeksów giełdowych w przypadku istotnych różnic w kursach spółki na GPW w porównaniu do innego rynku, na którym akcje danej spółki są również notowane,
- zaprzestanie od 17 czerwca 2023 r. publikacji indeksu WIG.MS-PET¹³¹.

Ponadto w maju 2023 r. GPW Benchmark rozpoczęła publikację nowego indeksu obligacji skarbowych: GPWB Poland Government Floating Rate Bond (GPWB-BWZ), w skład którego wchodzi obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu. Jest on wyznaczany na podstawie kursów referencyjnych z platformy TBSP. Od 4 września 2023 r. spółka rozpoczęła także publikację dwóch nowych indeksów: WIG20TRsht oraz WIG20TRlev, które odzwierciedlają zmiany indeksu WIG20TR (WIG20TRlev odzwierciedla zmiany w tym samym kierunku, co indeks bazowy, a WIG20TRsht w przeciwnym kierunku).

¹³¹ Komunikat o zmianach w regulaminie Rodziny Indeksów Giełdowych dostępny na stronie: https://gpwbenchmark.pl/aktualnosc_czytaj?cmn_id=2082&title=Zmiany+w+Regulaminie+Rodziny+Indeks%C3%B3w+Gie%C5%82dowych.

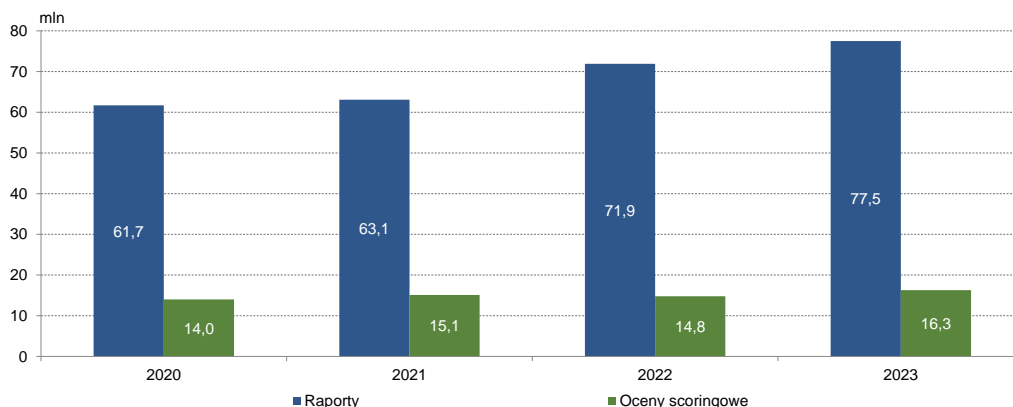
3.4. Instytucje zwiększające przejrzystość informacyjną

Biuro Informacji Kredytowej

W 2023 r. w systemie wymiany informacji Biura Informacji Kredytowej (BIK), zawierającym dane o historii kredytowej klientów instytucji finansowych, uczestniczyło 38 banków komercyjnych i banków zrzeszających, 495 banków spółdzielczych, KSKOK oraz 20 SKOK-ów, a także 148 podmiotów spoza sektora instytucji kredytowych (w tym m.in. firmy pożyczkowe).

W analizowanym okresie liczba udostępnionych przez BIK raportów dotyczących klientów indywidualnych zwiększyła się o 7,9% w porównaniu z 2022 r. (wykres 3.4.1). W strukturze wspomnianych raportów przeważały tzw. „raporty zarządzanie” (78,8% wszystkich raportów udostępnianych przez BIK), które służą wstępnej ocenie wiarygodności klienta w związku z oferowaniem mu kart kredytowych oraz innych niż kredyty produktów bankowych. Raporty kredytowe, które ściśle wiążą się z oceną zdolności kredytowej oraz wiarygodności klienta przy ubieganiu się o kredyt, stanowiły 22,1% raportów dotyczących klientów indywidualnych, a raporty monitorujące stan zobowiązań klienta wobec banku – 5,1%. Liczba wydanych ocen scoringowych wzrosła o 10,3% w porównaniu z 2022 r. w związku ze zwiększeniem skali pobrań w trybie *offline* ocen wykorzystywanych w przetwarzaniu wniosków kredytowych.

Wykres 3.4.1. Liczba raportów oraz ocen scoringowych dotyczących klientów indywidualnych udostępnionych przez BIK w latach 2020–2023



Źródło: BIK.

Z kolei do systemu międzybankowej wymiany informacji o przedsiębiorcach (System Informacji BIK Przedsiębiorca) dane przekazywało 501 banków (tak jak w poprzednim okresie) oraz 38 podmiotów niebędących instytucjami kredytowymi. Z danych BIK wynika, że liczba zapytań o raporty wzrosła z 9,2 mln w 2022 r. do 10,9 mln w 2023 r., co było efektem częstszego monitorowania przez banki bieżącej sytuacji kredytowej ich klientów. Na koniec grudnia 2023 r. w bazie BIK znajdowało się 6 mln zbiorów informacji o rachunkach kredytowych

przedsiębiorców, a liczba podmiotów, których dane zgromadzono w tym systemie, wyniosła 3,3 mln¹³².

Institucje oceniające ryzyko inwestycyjne (agencje ratingowe)

W 2023 r. oceny wiarygodności kredytowej nadawała na polskim rynku jedna krajowa agencja ratingowa, EuroRating sp. z o.o., a także oddziały trzech agencji zagranicznych: Fitch Ratings Ireland, Moody's Investors Service Ltd i S&P Global Ratings Europe Ltd. Agencja ratingowa EuroRating nadała oceny 47 podmiotom (13 bankom, 20 przedsiębiorstwom i 14 funduszom poręczeń kredytowych).

¹³² Liczba ta obejmowała: przedsiębiorstwa i rolników (występujących w roli głównych kredytobiorców, współkredytobiorców oraz przystępujących do długu), poręczycieli kredytów, dostawców zabezpieczeń kredytów, pełnomocników oraz osoby fizyczne reprezentujące przedsiębiorstwa.

3.5. Systemy ochrony uczestników rynku

Zgodnie z obowiązującymi przepisami BFG gwarantuje środki zgromadzone przez deponenta na rachunku w banku krajowym albo w SKOK-u do równowartości w złotych kwoty 100 tys. euro¹³³.

Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny (UFG) zaspokaja roszczenia w przypadku ogłoszenia upadłości zakładu ubezpieczeń, jeżeli nie pozwala na to majątek dłużnika¹³⁴. Z tytułu obowiązkowych umów ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych i obowiązkowych ubezpieczeń rolników i budynków rolniczych UFG pokrywa 100% wierzytelności, zaś w przypadku ubezpieczeń na życie gwarantuje 50% należnych świadczeń, nie więcej niż 30 tys. euro. Ponadto UFG zaspokaja roszczenia za szkody wynikające ze zdarzeń spowodowanych przez osoby bez ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych lub tożsamości których nie można ustalić, a także przez rolników nieposiadających ubezpieczenia OC.

Na dotychczasowych zasadach funkcjonował także obowiązkowy system rekompensat prowadzony przez KDPW, który stanowił mechanizm ochrony uczestników rynku kapitałowego. W analizowanym okresie cztery podmioty maklerskie przestały być uczestnikami tego systemu w związku z zakończeniem ich działalności. Z kolei w 2023 r. do wspomnianego systemu przystąpiły jeden bank powierniczy i jeden dom maklerski. W IV kwartale 2023 r. do KDPW wpłynęło osiem wniosków dotyczących wypłaty rekompensaty w związku z oddaleniem wniosku o ogłoszenie upadłości spółki PNP SA (dawniej Polski Dom Maklerski SA) na podstawie art. 13 ustawy Prawo upadłościowe¹³⁵.

Ochroną konsumentów na polskim rynku usług finansowych zajmują się Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK), Rzecznik Finansowy oraz KNF. Prezes UOKiK ma uprawnienia do wszczęcia postępowania w zakresie praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów na rynku usług finansowych. Ponadto w drodze decyzji administracyjnej może uznać postanowienia wzorców umów zawieranych między konsumentami a instytucjami finansowymi za niedozwolone i zakazać ich wykorzystywania. Takie postanowienia określane są jako klauzule niedozwolone (abuzywne). Wspomniana decyzja Prezesa UOKiK po uprawomocnieniu jest skuteczna wobec wszystkich konsumentów, którzy zawarli z daną instytucją finansową umowę na podstawie wzorca zawierającego niedozwoloną klauzulę. W 2023 r. Prezes UOKiK wydał trzy takie decyzje. Dotyczyły one m.in. postanowień w regulaminie świadczenia usług wykonywania zleceń nabycia lub zbycia praw majątkowych i papierów wartościowych w zakresie przerzucania odpowiedzialności na klienta z tytułu niewykonania przez dom maklerski usługi ze względu na awarię systemów informatycznych. Ponadto Prezes

¹³³ Zakres podmiotowy deponentów objętych ochroną gwarancyjną BFG jest określony w art. 20 i 21 ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 487 z późn. zm.).

¹³⁴ Dotyczy to również przypadków oddalenia wniosku o ogłoszenie upadłości zakładu ubezpieczeń, umorzenia postępowania upadłościowego, przymusowej likwidacji wspomnianego podmiotu.

¹³⁵ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 794).

UOKiK prowadzi postępowania dotyczące działań lub zaniechań, które naruszają zbiorowe interesy konsumentów. W analizowanym okresie wydał sześć decyzji stwierdzających stosowanie przez banki praktyk naruszających takie interesy¹³⁶.

Do zadań Rzecznika Finansowego należy przede wszystkim rozpatrywanie indywidualnych skarg i wniosków dotyczących reklamacji złożonych przez konsumentów (klientów) instytucji finansowych, informowanie organów nadzoru i kontroli o dostrzeżonych nieprawidłowościach w działaniu tych instytucji oraz prowadzenie postępowań w sprawie pozasądowego rozwiązywania sporów konsumenckich. W 2023 r. do Rzecznika Finansowego wpłynęło 9 306 wniosków dotyczących ubezpieczeń gospodarczych i rynku emerytalnego oraz 7 419 skarg na banki oraz podmioty rynku kapitałowego. Rzecznik Finansowy uznał, odpowiednio, 6 162 skargi i 3 354 wnioski oraz podjął w związku z nimi odpowiednie czynności interwencyjne.

Klienci krajowych zakładów ubezpieczeń skarżyli się m.in. na odmowę uznania roszczenia o odszkodowanie (z tytułu umów ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych) oraz wysokość przyznanego odszkodowania dla posiadaczy ubezpieczenia AC i interpretacji postanowień ogólnych warunków ubezpieczenia dotyczących zakresu odpowiedzialności gwarancyjnej ubezpieczyciela.

W odniesieniu do wniosków kierowanych przez m.in. klientów banków skargi dotyczyły np. braku zgody na restrukturyzację zadłużenia w umowach o kredyt konsumencki oraz wspomnianych kredytów przyznawanych za pośrednictwem bankowości elektronicznej, udzielanych bez faktycznego sprawdzenia zdolności kredytowej. Kierowane do Rzecznika Finansowego skargi odnosiły się również do stosowania klauzul abuzywnych w umowach o kredyty mieszkaniowe udzielonych w obcej walucie lub indeksowanych do kursu waluty obcej, zmian wysokości stopy procentowej, oraz nieprawidłowości związanych z badaniem zdolności kredytowej klientów ubiegających się o taki kredyt.

Jednym z celów sprawowania przez KNF nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie ochrony jego uczestników. Realizując ten cel, KNF m.in. kontroluje, czy podmioty rynku finansowego prowadzą działalność w sposób uwzględniający interesy klientów, w tym weryfikuje, czy świadczone przez podmioty maklerskie usługi i oferowane instrumenty finansowe są odpowiednie dla konsumentów. Ponadto do zadań KNF należy stwarzanie możliwości polubownego i pojednawczego rozstrzygania sporów między uczestnikami rynku finansowego. Przy KNF funkcjonuje sąd polubowny, rozpatrujący spory między konsumentami

¹³⁶ Decyzje Prezesa UOKiK są publikowane na stronie internetowej Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów: https://decyzje.uokik.gov.pl/bp/dec_prez.nsf. Decyzje te dotyczyły m.in. ograniczania przez banki konsumentom możliwości składania za pośrednictwem bankowości elektronicznej wniosków o zawieszenie spłat rat kapitałowo-odsetkowych, czy też rozpowszechniania nieprawdziwych informacji o zamiarze jednostronnej zmiany numerów rachunków bankowych przeznaczonych do obsługi umów kredytów i pożyczek zabezpieczonych hipotecznie.

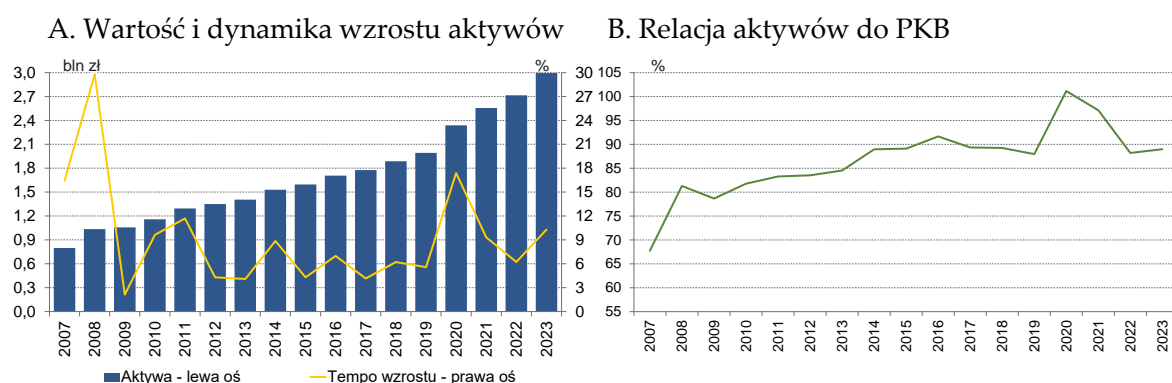
a nadzorowanymi podmiotami rynku finansowego. W strukturze tego sądu działa centrum arbitrażu i centrum mediacji.

4. Instytucje finansowe

4.1. Banki

W 2023 r. tempo wzrostu aktywów sektora bankowego przyspieszyło w porównaniu do poprzedniego roku (10,3% wobec 6,2% r/r) i znacznie przekroczyło średni poziom z okresu po światowym kryzysie finansowym (7,4%¹³⁷). Relacja aktywów banków do PKB wzrosła nieznacznie (do 89%) i nadal była niższa niż w latach 2020–2021 (wykres 4.1.1).

Wykres 4.1.1. Aktywa sektora bankowego w latach 2007–2023



Źródło: NBP.

Polski sektor bankowy świadczył usługi głównie na rzecz rezydentów. Działalność banków poza granicami państwa pozostawała ograniczona: jeden bank prowadził działalność za pośrednictwem spółki zależnej w Ukrainie, a trzy – w formie oddziału instytucji kredytowej na terenie innych krajów UE. Łączna wartość aktywów tych podmiotów stanowiła około 1% skonsolidowanych aktywów sektora bankowego.

4.1.1. Struktura aktywów banków

Od kilku lat w strukturze aktywów sektora bankowego stopniowo spada udział należności od sektora niefinansowego. Choć wciąż stanowią one największą kategorię aktywów (około 37% na koniec 2023 r.), to obecnie zbliżony udział w bilansie banków osiągnęły papiery wartościowe. Jest to wynikiem znacznych inwestycji banków w papiery dłużne emitowane i gwarantowane przez Skarb Państwa w pandemii COVID-19 i w kolejnych latach (tabela 4.1.1).

¹³⁷ Średnie roczne tempo wzrostu aktywów sektora bankowego w latach 2009–2023.

Tabela 4.1.1. Aktywa sektora bankowego w latach 2019–2023

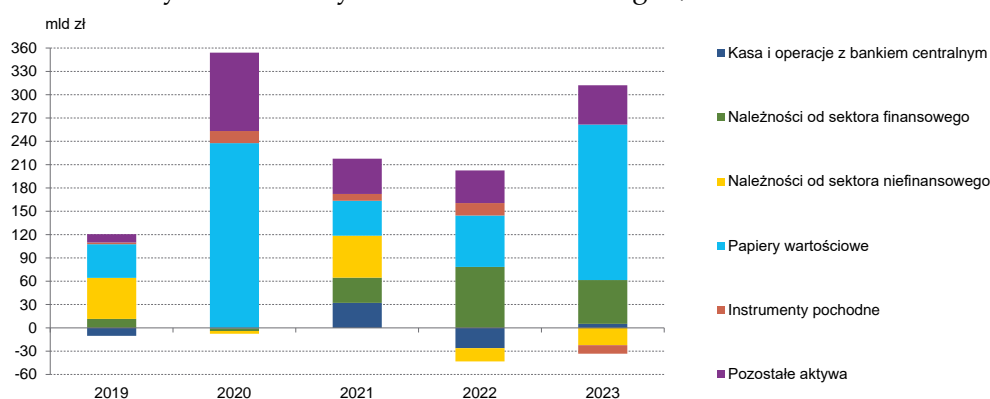
	2019	2020	2021	2022	2023
w mld zł					
Kasa i operacje z bankiem centralnym	87,3	86,6	118,8	92,6	97,8
Należności od sektora finansowego ¹	177,1	173,8	206,3	284,7	341,0
Należności od sektora niefinansowego ¹	1 103,5	1 099,9	1 153,8	1 136,7	1 114,4
Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych ¹	88,3	94,2	94,1	97,0	104,0
Papiery wartościowe ²	463,8	701,5	746,5	812,6	1 012,6
Instrumenty pochodne	16,0	31,6	40,3	56,4	45,4
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	27,2	27,9	27,5	27,3	29,2
Pozostałe aktywa	28,7	122,9	169,0	208,1	249,8
Ogółem	1 991,9	2 338,4	2 556,3	2 715,4	2 994,2
w % sumy bilansowej					
Kasa i operacje z bankiem centralnym	4,4	3,7	4,6	3,4	3,3
Należności od sektora finansowego ¹	8,9	7,4	8,1	10,5	11,4
Należności od sektora niefinansowego ¹	55,4	47,0	45,1	41,8	37,2
Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych ¹	4,4	4,0	3,7	3,6	3,5
Papiery wartościowe ²	23,3	30,0	29,2	29,9	33,8
Instrumenty pochodne	0,8	1,4	1,6	2,1	1,5
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0
Pozostałe aktywa	1,4	5,3	6,6	7,7	8,3

¹ Z wyłączeniem instrumentów dłużnych.

² Instrumenty dłużne i kapitałowe.

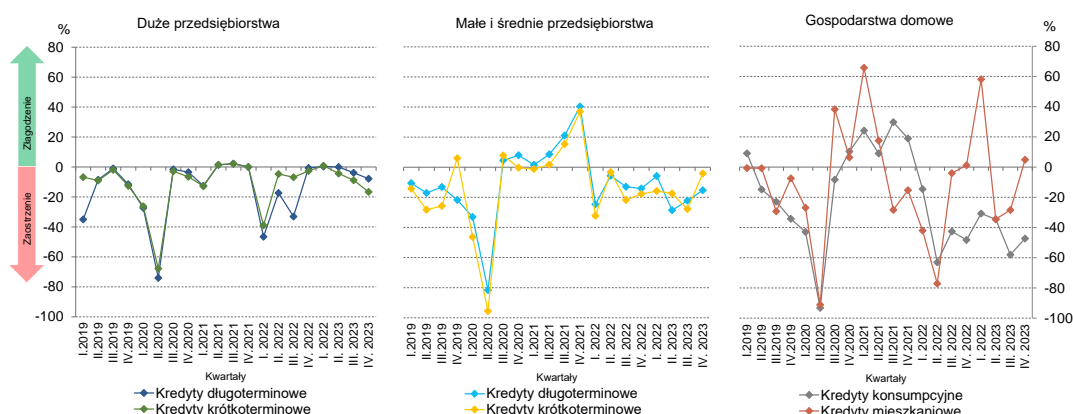
Źródło: NBP.

Struktura wzrostu sumy bilansowej sektora bankowego w 2023 r. była zbliżona do struktury zmian w poprzedzającym roku. Wartość należności od sektora niefinansowego spadła po raz kolejny (o około 2% r/r w 2023 r.) przy jednoczesnym wyraźnym wzroście portfela papierów wartościowych (o około 25% r/r) i należności od sektora finansowego (o około 20% r/r). W wyrażeniu kwotowym papiery wartościowe miały największy udział w przyroście wartości aktywów w 2023 r. (wykres 4.1.2).

Wykres 4.1.2. Zmiany wartości aktywów sektora bankowego r/r w latach 2019–2023

Źródło: NBP.

Wykres 4.1.3. Kryteria udzielania kredytów w latach 2019–2023



Uwaga: wykresy przedstawiają procent netto, tj. różnicę między bankami, które wskazały w ankiecie złagodzenie polityki kredytowej w danym kwartale a bankami, które wskazały jej zaostrzenie.

Źródło: „Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych”, NBP, edycje z lat 2019–2023.

Słaba koniunktura i nadal stosunkowo wysokie stopy procentowe przyczyniały się do niskiej aktywności na rynku kredytowym, zwłaszcza w pierwszej połowie roku. Banki kontynuowały zacieśnianie polityki kredytowej, ale w stopniu znacznie mniejszym niż w roku poprzednim (wykres 4.1.3). W największym stopniu zaostrzana była polityka w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych, a szczególnie kredytów konsumpcyjnych.

Dynamika kredytów mieszkaniowych stopniowo się zwiększała, ale przez cały rok pozostała ujemna¹³⁸ (wykres 4.1.4). W drugiej połowie roku na tempo wzrostu kredytów złotych wpływał rządowy program wsparcia dla kredytobiorców spełniających warunki określone w ustawie¹³⁹ („Bezpieczny kredyt 2%”). Wejście w życie programu wyraźnie zwiększyło popyt na kredyt i przyczyniło się do wzrostu wartości udzielonych kredytów (ramka 4.1.1). Z kolei na spowolnienie wzrostu kredytów mieszkaniowych oddziaływały zwiększone nadpłaty i wcześniejsze spłaty kredytów (łącznie około 40 mld zł w 2023 r.). Kredytobiorców do nadpłat skłaniały wyższe (niż w momencie zaciągnięcia kredytu) wartości rat, ponieważ większość umów o kredyt mieszkaniowy bazuje na zmiennym oprocentowaniu. Dodatkowo, klienci, którzy skorzystali z tzw. wakacji kredytowych¹⁴⁰, dysponowali wolnymi środkami, które mogli przeznaczyć na spłatę części zobowiązań wobec banku, zmniejszając jednocześnie zadłużenie i wysokość

¹³⁸ Dynamika należności/kredytów cytowana w tym rozdziale dotyczy danych monetarnych (dla rezydentów) po wyeliminowaniu wpływu zmian kursów walutowych.

¹³⁹ Ustawa z dnia 26 maja 2023 r. o pomocy państwa w oszczędzaniu na cele mieszkaniowe (Dz.U. 2023, poz. 1114, z późn. zm.).

¹⁴⁰ Szerzej na temat wakacji kredytowych w: „Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.”, NBP, ramka 4.1.2, s. 101.

przyszłych rat. W przypadku kredytów walutowych ujemne tempo wzrostu¹⁴¹ wynikało z systematycznych spłat kredytów walutowych oraz ich umorzeń lub konwersji na kredyty złotowe m.in. w wyniku zawieranych ugód z klientami i rozstrzygnięć sądowych¹⁴².

Po około rocznym okresie malejącego zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych, w 2023 r. tempo wzrostu tego portfela stopniowo się odbudowywało, przyjmując pod koniec roku wartości dodatnie (2,3% r/r w grudniu 2023 r.). Większy popyt na kredyt konsumpcyjny można wiązać z poprawą nastrojów konsumenckich i zmniejszeniem się obaw gospodarstw domowych o własną sytuację finansową.¹⁴³

Zadłużenie przedsiębiorstw w bankach nieznacznie wzrosło w 2023 r., ale dynamika przyrostu zmniejszała się przez większą część roku (wykres 4.1.4)¹⁴⁴. Zmniejszył się także popyt na kredyty o charakterze bieżącym, m.in. z uwagi na wysoki poziom zapasów i kapitału pracującego w firmach. Ujemne tempo wzrostu tego rodzaju kredytu w drugiej połowie roku było dodatkowo skutkiem wyjątkowo wysokiej bazy porównawczej¹⁴⁵. Tempo wzrostu kredytów inwestycyjnych było względnie stabilne.

W wyniku opisanych wyżej procesów łączne tempo wzrostu kredytów dla podmiotów niefinansowych zmniejszało się aż do drugiej połowy roku, po czym zaczęło się stopniowo odbudowywać (wykres 4.1.4). W całym roku wartość należności od sektora niefinansowego spadła (o 23 mld zł).

¹⁴¹ Nagły spadek dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych w październiku 2023 r., trwały w przypadku walutowych kredytów mieszkaniowych i jedynie przejściowy w pozostałych kredytach, wynikał z usunięcia z populacji sprawozdawczej Getin Noble Banku, który 30 września 2022 r. rozpoczął proces przymusowej restrukturyzacji. Szerzej na temat przymusowej restrukturyzacji tego banku w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Grudzień 2022 r.”, NBP, ramka 2.2, s. 65.

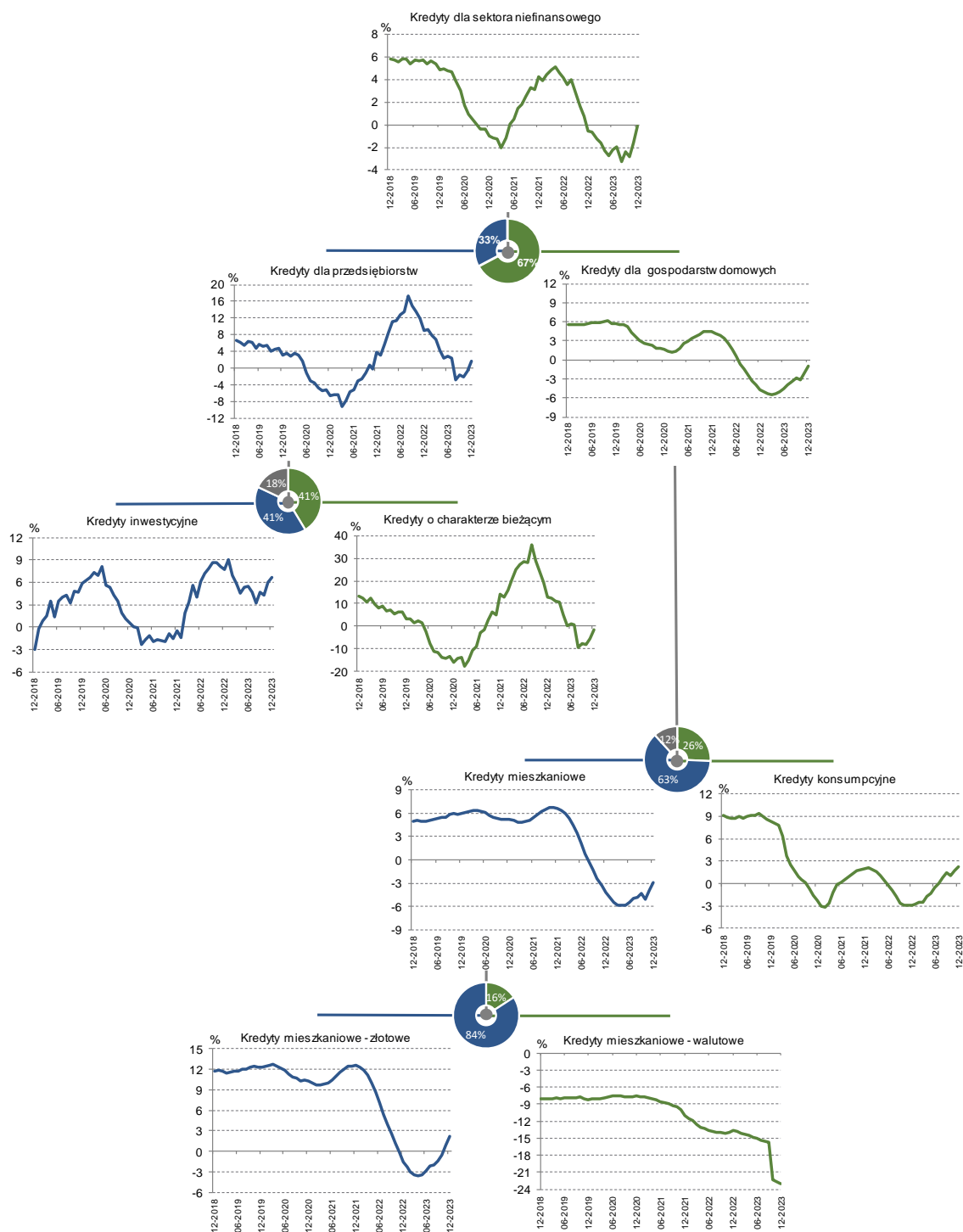
¹⁴² Szerzej na temat ryzyka prawnego walutowych kredytów mieszkaniowych, w tym jego konsekwencji finansowych, w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2024 r.”, NBP.

¹⁴³ Średnie wskaźniki ufności konsumenckiej w 2023 r., choć wyższe niż rok wcześniej, były nadal ujemne i wynosiły -26,3 – w przypadku wskaźnika bieżącego (-39,8 w 2022 r.) i -14,8 – w przypadku wyprzedzającego (-29,5 w 2022 r.). Wskaźniki ufności konsumenckiej mogą przyjmować wartości od -100 do +100. Wartość dodatnia oznacza przewagę liczebną konsumentów nastawionych optymistycznie nad konsumentami nastawionymi pesymistycznie, natomiast wartość ujemna oznacza przewagę liczebną konsumentów nastawionych pesymistycznie nad konsumentami nastawionymi optymistycznie. Zob. „Koniunktura konsumencka – grudzień 2023 r.”, GUS, 20.12.2023 r.

¹⁴⁴ Więcej na temat przyczyn małego wykorzystania kredytu przez polskie przedsiębiorstwa niefinansowe w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2024 r.”, NBP, ramka 2.1, s. 26.

¹⁴⁵ Przedsiębiorstwa zaciągnęły wysokie kredyty w celu uzupełniania depozytów zabezpieczających transakcje pochodne na giełdach towarowych (*margin calls*) w związku ze wzrostem cen nośników energii i paliw (średnia dynamika kredytów o charakterze bieżącym w 2022 r. wyniosła około 25% r/r, a w szczytowym okresie około 36% r/r).

Wykres 4.1.4. Tempo zmian (r/r) wybranych kategorii kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2018–2023 oraz struktura wybranych kategorii na koniec 2023 r.



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

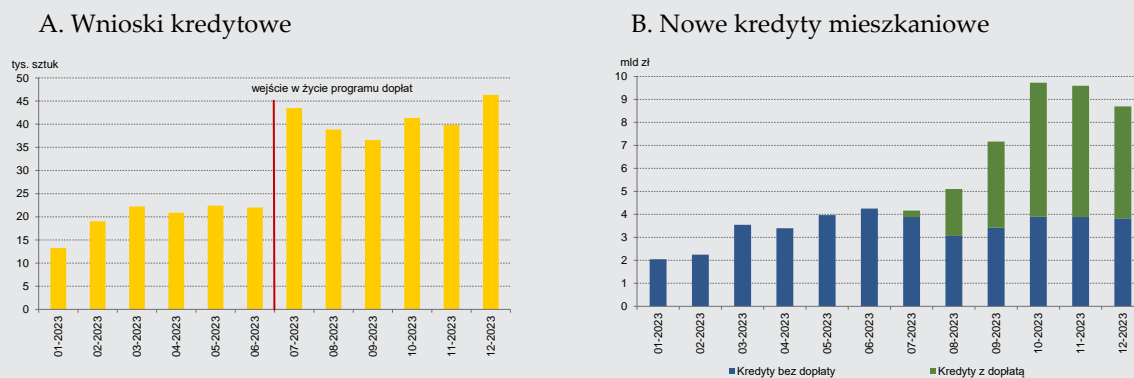
Ramka 4.1.1. Wpływ programu „Bezpieczny kredyt 2%” na sytuację na rynku kredytów mieszkaniowych

„Bezpieczny kredyt 2%” jest rządowym programem dopłat do oprocentowania kredytów zaciągniętych na zakup albo budowę mieszkania/domu¹. Beneficjentami programu są osoby w wieku do 45 lat, które wcześniej nie posiadały nieruchomości mieszkaniowej. Maksymalna możliwa do otrzymania kwota kredytu to 500 tys. zł, a dla małżeństw z co najmniej jednym dzieckiem – 600 tys. zł. Oprocentowanie tych kredytów jest okresowo stałe, a dopłata (stanowiąca różnicę między średnim, pomniejszonym o marżę oprocentowaniem kredytów w bankach, a stopą 2%) wypłacana będzie beneficjentom programu przez 10 lat².

Wejście w życie programu w lipcu 2023 r. było jednym z czynników odpowiedzialnych za silny wzrost popytu gospodarstw domowych na kredyty mieszkaniowe (wykres I). Od początku obowiązywania programu do końca grudnia 2023 r. klienci złożyli ponad 100 tys. wniosków o kredyt z dopłatą. W ostatnim miesiącu ich przyjmowania liczba wszystkich wniosków o kredyt mieszkaniowy wzrosła o ponad 270% w porównaniu do grudnia 2022 r. Wnioski o kredyt z dofinansowaniem stanowiły około 70% wszystkich wniosków złożonych w grudniu 2023 r.³

Za sprawą programu wartość złotych kredytów mieszkaniowych w bilansach banków zaczęła rosnąć po około półtorarocznym okresie spadków (wykres 4.1.4). W drugiej połowie 2023 r. udzielono prawie 60 tys. kredytów z dopłatami o łącznej wartości około 24 mld zł⁴. Kredyty z dopłatą stanowiły ponad połowę wartości wszystkich udzielonych w tym okresie złotych kredytów mieszkaniowych.

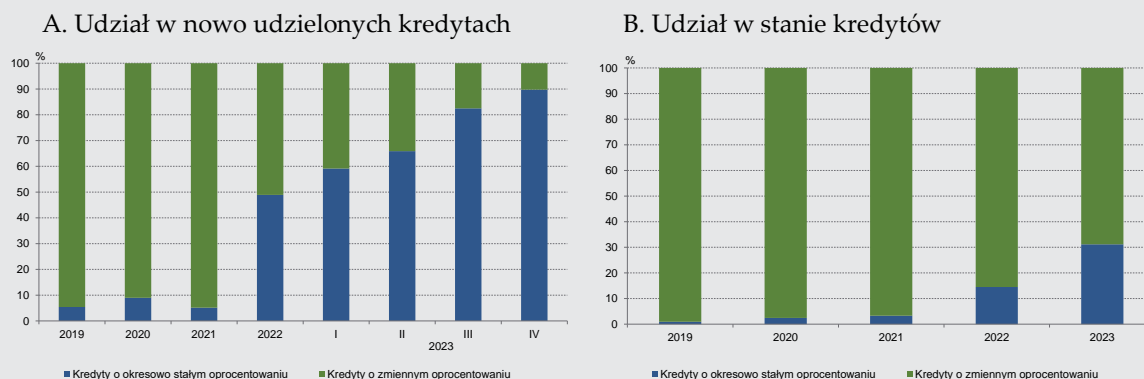
Wykres I. Liczba wniosków kredytowych (panel A) oraz wartość nowych kredytów mieszkaniowych w podziale na udzielone w ramach programu „Bezpieczny kredyt 2%” i poza programem (panel B)



Uwaga: dane dotyczą kredytów złotych.

Źródło: szacunki NBP na podstawie danych BIK.

Ze względu na określoną ustawowo formułę oprocentowania kredytów przyznanych w ramach programu, w 2023 r. znacznie wzrósł udział kredytów o okresowo stałej stopie procentowej w wartości złotych kredytów mieszkaniowych, zarówno nowo udzielonych, jak i pozostających w bilansach banków (Wykres II). Proporcje nadal znacznie odbiegają od średnich dla krajów członkowskich UE.

Wykres II. Kredyty mieszkaniowe złotowe okresowo stałej stopie procentowej

Źródło: szacunki NBP na podstawie danych UKNF.

¹ Kredyty udzielone w ramach programu „Bezpieczny kredyt 2%” w niniejszej ramce nazywane są także kredytami z dopłatą lub kredytami z dofinansowaniem.

² Więcej informacji – zob. ustawa z dnia 26 maja 2023 r. o pomocy państwa w oszczędzaniu na cele mieszkaniowe (tekst jednolity: Dz. U. 2023 poz. 859), która wprowadziła stosowne zmiany w ustawie z dnia 1 października 2021 r. o rodzinnym kredycie mieszkaniowym. Choć program nie został oficjalnie zakończony, to w związku z wyczerpaniem się puli środków przeznaczonych na dopłaty do kredytów zaciągniętych w ramach programu w latach 2023-2024, przyjmowanie wniosków zostało wstrzymane od 2 stycznia 2024 r. Banki kredytujące (czyli takie, które zawarły umowę współpracy z BGK) mogły rejestrować wnioski w systemie ewidencji dopłat do 7 stycznia br., co oznacza przyznawanie kredytów w ramach programu również w 2024 r.

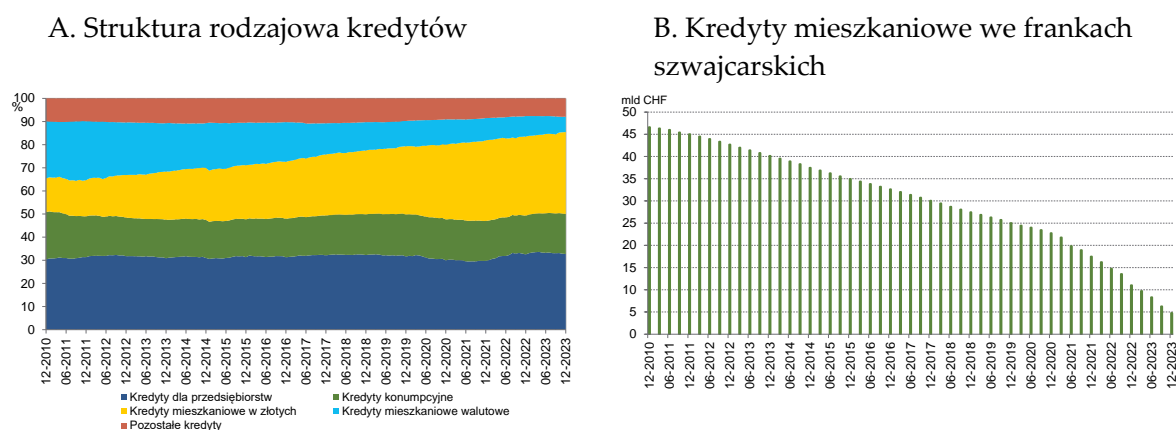
³ Dane BIK.

⁴ Dane BGK.

Struktura kredytów dla sektora niefinansowego cechuje się niewielką zmiennością w czasie m.in. ze względu na długoterminowy charakter znacznej części tych aktywów, w tym kredytów mieszkaniowych (wykres 4.1.5, panel A). Kredyty dla gospodarstw domowych pod koniec 2023 r. dwukrotnie przewyższały wartość kredytów dla przedsiębiorstw, a największą kategorię stanowiły kredyty mieszkaniowe (około 42% kredytów dla sektora niefinansowego). Najbardziej wyraźną zmianą w strukturze kredytów na przestrzeni ostatnich 10 lat był wzrost udziału kredytów mieszkaniowych w złotych i odpowiadający mu spadek udziału kredytów walutowych. Zmniejszało się nie tylko relatywne znaczenie portfela kredytów walutowych w bilansie banków, ale również jego wartość nominalna, do 76 mld zł ze 165 mld zł w 2013 r. (wykres 4.1.5, panel B). Choć spadek wartości portfela walutowych kredytów mieszkaniowych jest pozytywnym zjawiskiem, to jednak nadal kredyty te generują ryzyko prawne, którego skutki finansowe mogą mieć niekorzystny wpływ na rozwój sektora bankowego w najbliższych latach¹⁴⁶.

¹⁴⁶ Szerzej na ten temat w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2024 r.”, NBP.

Wykres 4.1.5. Struktura procentowa kredytów dla sektora niefinansowego i wartość kredytów mieszkaniowych nominowanych we frankach szwajcarskich w latach 2010–2023



Uwaga: dane monetarne (dla rezydentów).

Źródło: NBP.

Drugą co do wartości pozycją aktywów sektora bankowego były papiery wartościowe, w tym głównie obligacje emitowane i gwarantowane przez Skarb Państwa (ramka 4.1.2). Przyrost wartości papierów wartościowych w 2023 r. był bardzo duży i złożyło się na niego głównie zwiększenie wartości papierów skarbowych oraz – w mniejszym stopniu – bonów pieniężnych NBP (wykres 4.1.6, panel A). Zaangażowanie sektora bankowego w papiery wartościowe emitowane przez pozostałe podmioty pozostawało niskie.

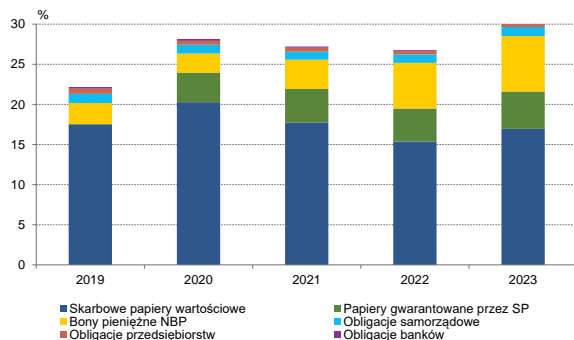
W 2023 r. papiery wartościowe stały się niemal równorzędne pod względem znaczenia z należnościami od sektora niefinansowego. Do tej istotnej zmiany strukturalnej przyczyniło się kilka zjawisk: niski popyt na kredyt i w konsekwencji niewielki przyrost kwoty kredytów, systematycznie rosnące kwoty depozytów, mimo ujemnego realnego oprocentowania oraz wzrost krótkoterminowej płynności sektora, głównie z powodu skupu walut obcych przez NBP¹⁴⁷. Łącznie doprowadziło to do znacznych inwestycji banków w skarbowe papiery dłużne i lokowanie nadwyżek w bonach pieniężnych NBP. W pewnym stopniu jest to również efekt statystyczny ujmowania w sprawozdawczości finansowej sektora bankowego nie tylko banków prowadzących działalność komercyjną, ale również państwowego banku rozwoju zarządzającego funduszami celowymi. Aktywa tych funduszy w ostatnich latach znacznie wzrosły i na koniec 2023 r. powiększały bilans BGK o około 125%¹⁴⁸. Pominięcie tego banku (wraz z funduszami) nie zmienia niekorzystnej tendencji zmian proporcji między kredytami a papierami wartościowymi, ale zmniejsza skalę zjawiska (wykres 4.1.6, panel B).

¹⁴⁷ Więcej na temat krótkoterminowej płynności sektora bankowego w: „Raport Roczny 2023. Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP”, NBP, 2024.

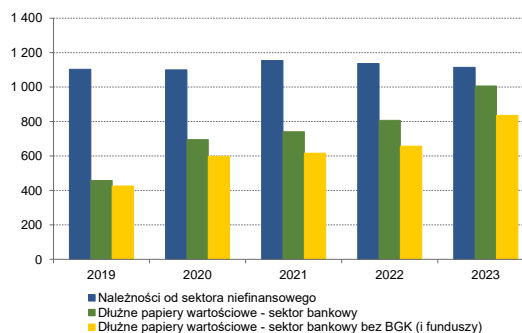
¹⁴⁸ Dane dostępne na stronie internetowej BGK: [//www.bgk.pl/przydatne-informacje/sprawozdania-i-raporty/okresowe-raporty-finansowe/#c4155](https://www.bgk.pl/przydatne-informacje/sprawozdania-i-raporty/okresowe-raporty-finansowe/#c4155).

Wykres 4.1.6. Dłużne papiery wartościowe w aktywach sektora bankowego w latach 2019–2023

A. w relacji do aktywów sektora bankowego



B. na tle należności od sektora niefinansowego



Uwaga: sektor bankowy bez BGK.

Źródło: NBP.

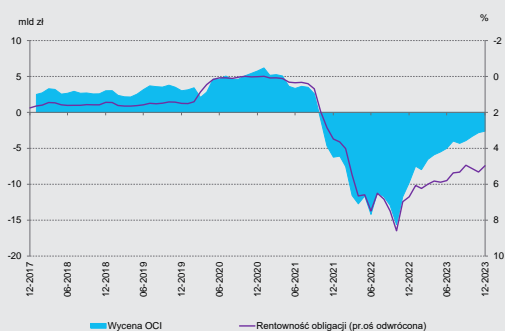
W 2023 r. zwiększyły się również znacznie (o 20% r/r) należności od sektora finansowego. Złożył się na to m.in. wzrost skali transakcji z podmiotami z grupy kapitałowej, w tym z podmiotami dominującymi z zagranicy.

Kategoria pozostałych aktywów w ciągu pięciu lat zwiększyła swoją wartość około dziewięciokrotnie. W ramach tej kategorii największy udział miały pozycje związane z działalnością funduszy celowych zarządzanych przez BGK, za pomocą których rząd realizuje swoje programy gospodarcze.

(*duration*) papieru – im dłuższe *duration* tym większa zmiana ceny obligacji przy danej zmianie stóp procentowych. Banki stosujące Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, tj. zdecydowana większość banków komercyjnych, mogą zaklasyfikować obligacje do jednej z trzech kategorii:

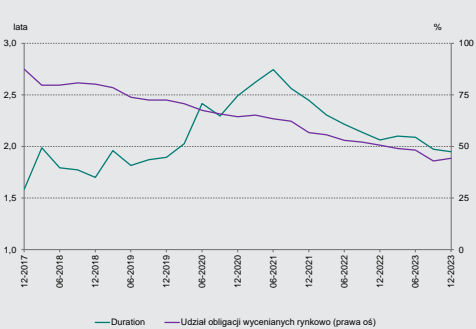
- *instrumenty finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy*. Te papiery wartościowe są nabywane w celach spekulacyjnych, przeznaczone do obrotu i utrzymywane stosunkowo krótko. Są one wyceniane według wartości godziwej (rynkowej), a zmiana ich wyceny jest systematycznie odzwierciedlana w wyniku finansowym banku. Stanowią około 1-2% portfela obligacji banków komercyjnych;
- *instrumenty finansowe wyceniane w wartości godziwej przez inne całkowite dochody (FVOCI)*. Ten portfel instrumentów dłużnych jest utrzymywany m.in. ze względów dochodowych, wymogów płynnościowych oraz zarządzania strukturą terminów przeszacowania i zapadalności bilansu. Wycena tego portfela odbywa się również według wartości godziwej (rynkowej), ale odnoszona jest bezpośrednio do kapitałów banku. Dzięki temu wynik finansowy nie ulega istotnym wahaniom na skutek zmian wartości rynkowej instrumentów dłużnych. W ostatnich latach udział SPW w tej kategorii istotnie spadł i na koniec 2023 r. stanowił nieco ponad 40% portfela obligacji banków komercyjnych (wykres III);
- *instrumenty finansowe wyceniane zamortyzowanym kosztem nabycia*. Są to papiery wartościowe o przeznaczeniu podobnym do kategorii 2, które jednak bank zdecydował się utrzymywać do terminu zapadalności. Z punktu widzenia wpływu na sytuację banków ważną różnicą jest brak wyceny rynkowej tych instrumentów. Instrumenty dłużne w tej kategorii księgowane są w cenie nabycia, a ich wartość księgowa zbiega liniowo do wartości nominalnej w miarę zbliżania się terminu wykupu, niezależnie od aktualnych zmian wyceny rynkowej danego instrumentu. Na koniec 2023 r. udział SPW w tej kategorii wynosił ponad 50% portfela obligacji w bankach komercyjnych.

Wykres II. Wynik z wyceny portfela obligacji przez kapitały na tle rentowności obligacji 2-letnich (odwróconej)



Źródło: NBP.

Wykres III. Udział w portfelu obligacji wycenianych rynkowo przez kapitały i *duration* portfela obligacji



Źródło: NBP.

Znaczny wzrost rentowności obligacji w latach 2021–2022 spowodował spadek ich wartości rynkowej, co znalazło odzwierciedlenie w kapitałach banków. Natomiast w 2023 r. wrażliwość banków na zmiany rentowności obligacji zmniejszyła się, co znalazło odzwierciedlenie w odwróceniu/zmniejszeniu negatywnego wyniku z wyceny portfela obligacji przez kapitały (wykres II). Wpływ na to miały m.in.: wzrost cen obligacji, spadający udział obligacji wycenianych rynkowo przez kapitały i skracanie *duration* portfela obligacji (wykres III). Dodatkowo, negatywny wynik z wyceny obligacji był stopniowo równoważony przez wzrosty cen obligacji w kierunku wartości nominalnej w miarę zbliżania się terminów ich wykupu, a nowo nabywane obligacje miały wyższe rentowności niż te zapadające.

4.1.2. Struktura pasywów banków

Struktura finansowania banków była zbliżona do obserwowanej we wcześniejszych okresach (tabela 4.1.2). Głównym źródłem finansowania sektora bankowego w Polsce pozostawały depozyty sektora niefinansowego, w tym głównie depozyty gospodarstw domowych (detaliczne) oraz depozyty i kredyty od sektora finansowego. Wartość depozytów sektora niefinansowego systematycznie się zwiększała, ale ich udział w pasywach był względnie stabilny. Rola innych źródeł finansowania, zwłaszcza emisji instrumentów dłużnych, była nadal niewielka.

Tabela 4.1.2. Pasywa sektora bankowego w latach 2019–2023

	2019	2020	2021	2022	2023
mld zł					
Zobowiązania wobec banku centralnego	0,2	0,4	0,02	0,03	0,03
Depozyty ¹ sektora finansowego	216,2	229,4	226,1	233,0	266,8
Depozyty sektora niefinansowego	1 262,3	1 424,3	1 537,0	1 637,0	1 803,1
Depozyty sektora instytucji rządowych i samorządowych	85,2	120,3	179,5	186,1	182,7
Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych, w tym:	92,3	191,1	220,2	234,1	276,5
- emisje BGK na rzecz funduszy celowych ²	18,4	120,0	159,7	175,8	213,5
- emisje listów zastawnych	26,3	26,6	23,2	21,1	18,8
Zobowiązania z tytułu transakcji typu <i>repo</i>	13,2	11,4	16,6	10,7	9,4
Instrumenty pochodne	17,2	32,6	52,6	74,6	49,9
Pozostałe zobowiązania	95,8	109,2	123,0	137,5	148,9
Kapitały	209,3	219,6	201,3	202,4	256,9
Ogółem	1 991,7	2 338,3	2 556,3	2 715,4	2 994,2
W % sumy bilansowej					
Zobowiązania wobec banku centralnego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depozyty ¹ od sektora finansowego	10,9	9,8	8,9	8,6	8,9
Depozyty sektora niefinansowego	63,4	60,9	60,1	60,3	60,2
Depozyty sektora instytucji rządowych i samorządowych	4,2	5,1	7,0	6,9	6,1
Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych, w tym:	4,6	8,2	8,6	8,6	9,2
- emisje BGK na rzecz funduszy celowych ²	0,9	5,1	6,2	6,5	7,1
- emisje listów zastawnych	1,3	1,1	0,9	0,8	0,6
Zobowiązania z tytułu transakcji typu <i>repo</i>	0,7	0,5	0,6	0,4	0,3
Instrumenty pochodne	0,9	1,4	2,1	2,6	1,7
Pozostałe zobowiązania	4,8	4,7	4,8	5,1	5,0
Kapitały	10,5	9,4	7,9	7,5	8,6

Uwagi:

¹ Depozyty (lokaty) i kredyty od innych instytucji finansowych.

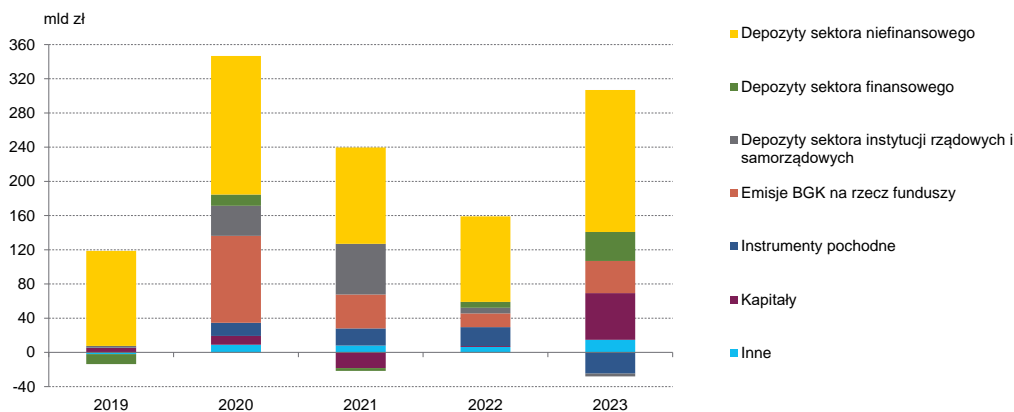
² KFD, Funduszu Przeciwdziałania COVID, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

Źródło: NBP.

Do wzrostu pasywów w 2023 r. przyczyniło się głównie zwiększenie wartości depozytów sektora niefinansowego oraz – w mniejszym stopniu – wzrost depozytów od sektora finansowego i emisje

BGK na rzecz zarządzanych przez ten bank funduszy celowych: KFD, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych¹⁴⁹ (wykres 4.1.7).

Wykres 4.1.7. Zmiany wartości pasywów sektora bankowego r/r, w latach 2019–2023



Uwaga: w przypadku sektora finansowego kategoria „depozyty” zawiera depozyty (lokaty) i kredyty.

Źródło: NBP.

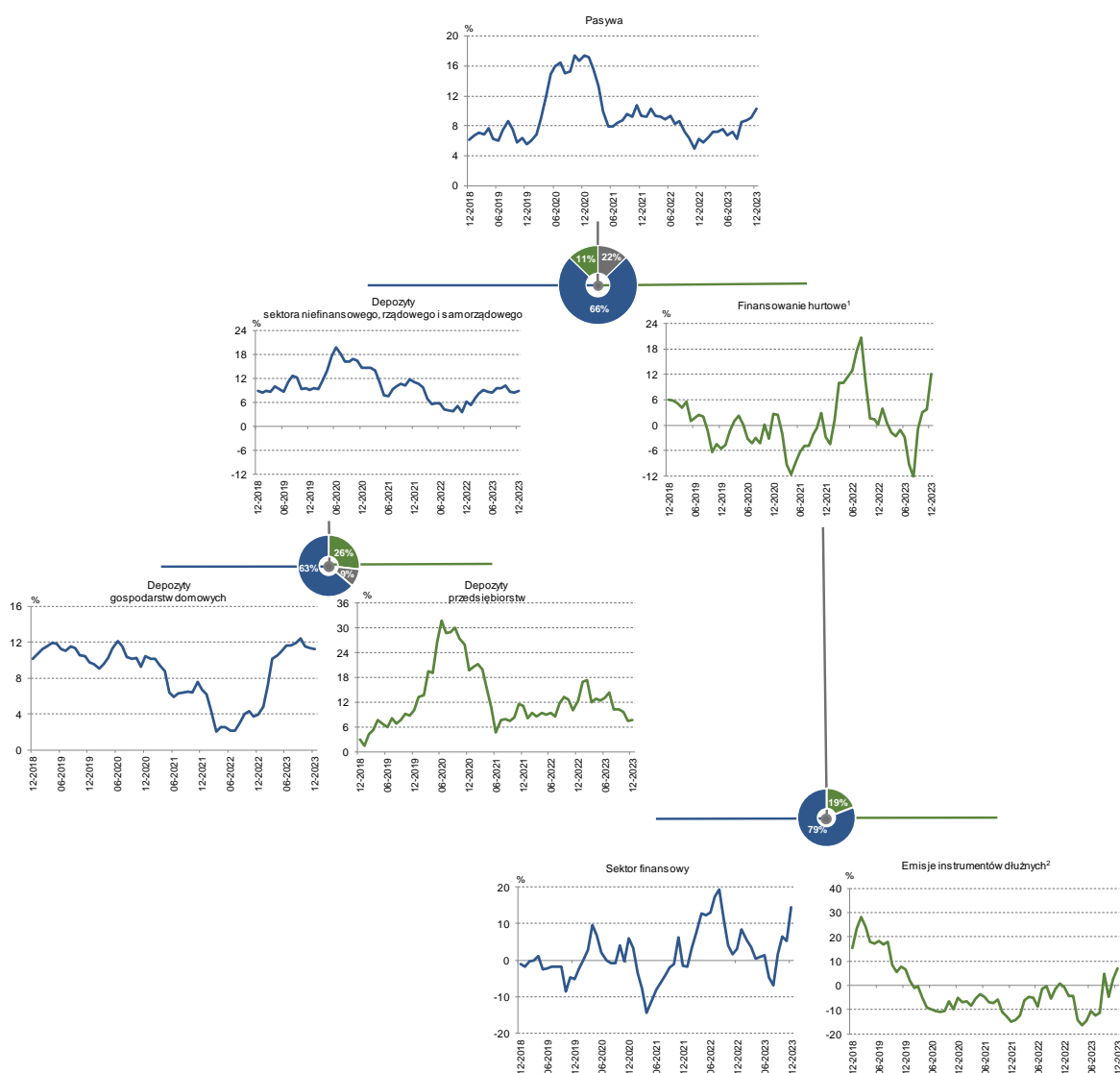
Dynamika depozytów sektora niefinansowego, w tym zwłaszcza detalicznych, była w ostatnich latach dodatnia (wykres 4.1.8). W okresie 2019–2023 średnia roczna dynamika depozytów oscylowała wokół 8%, przy czym najniższa była w 2022 r. – około 2,5%. W 2023 r. dynamika depozytów sektora niefinansowego, w tym depozytów gospodarstw domowych, zwiększyła się i przewyższała tempo wzrostu sumy bilansowej sektora bankowego. Wysokiemu tempu wzrostu depozytów gospodarstw domowych sprzyjała dobra sytuacja na rynku pracy m.in. niska stopa bezrobocia i wysoki poziom zatrudnienia oraz zwiększanie wynagrodzeń, w tym m.in. wzrost płacy minimalnej. Depozyty przedsiębiorstw w 2023 r. ponownie przyrosły w większej skali niż przed pandemią (41,1 mld zł). W rezultacie utrzymała się przewaga wartości depozytów przedsiębiorstw nad wartością zaciągniętych przez nie kredytów. W okresie pandemii, w efekcie wypłat rządowych środków pomocowych dla firm i niskiego popytu na kredyt, banki stały się dłużnikami netto sektora przedsiębiorstw.

Od końca 2022 r. banki zaczęły stopniowo obniżać oprocentowanie nowych depozytów. Zjawisko to przyspieszyło po obniżeniu we wrześniu 2023 r. stóp procentowych przez RPP (wykres 4.1.9). Spadek oprocentowania depozytów, które zmniejszyło się w 2023 r. niemal o 1/3, przyczynił się do zmiany struktury terminowej nowych depozytów składanych w bankach (wykres 4.1.9). Obecnie od połowy 2022 r. dodatnie tempo wzrostu depozytów terminowych gospodarstw domowych, zaczęło wyhamowywać w II kwartale 2023 r. Na koniec roku depozyty bieżące i z terminem zapadalności do 1 miesiąca nadal stanowiły zdecydowaną większość środków sektora

¹⁴⁹ Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych został utworzony na mocy ustawy z dnia 11 marca 2022 r. o obronie Ojczyzny (Dz.U. 2022, poz. 2305, z późn. zm.). Głównym celem Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych jest finansowanie lub dofinansowanie zadań wynikających z programu rozwoju sił zbrojnych.

niefinansowego. Mimo stosunkowo dużego udziału w strukturze depozytów środków o krótkich terminach kontraktowych, dotychczasowe doświadczenia polskich banków pokazują, że depozyty gospodarstw domowych charakteryzują się stabilnym osadem¹⁵⁰.

Wykres 4.1.8. Tempo zmian (r/r) wybranych pozycji pasywów sektora bankowego w latach 2018–2023 oraz ich struktura na koniec 2023 r.



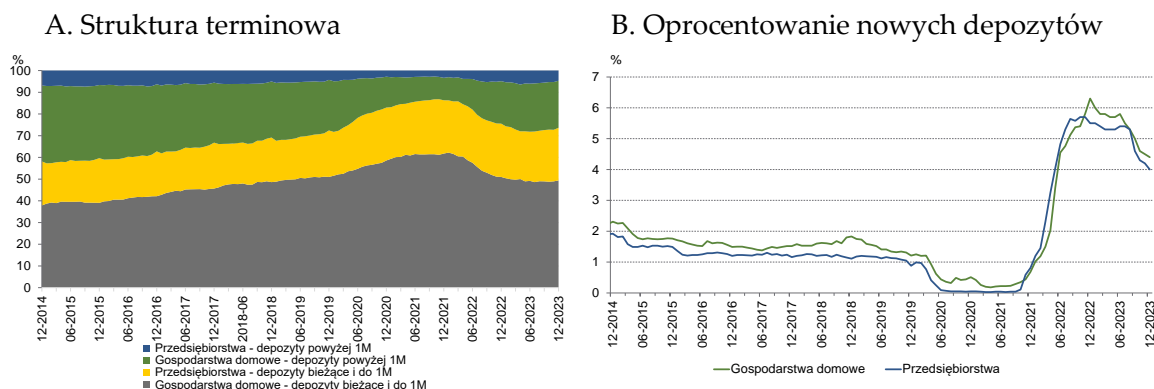
Uwagi: ¹ Finansowanie hurtowe obejmuje kredyty i depozyty sektora finansowego oraz zobowiązania z tytułu własnych emisji instrumentów dłużnych i transakcji *repo*.

² Dane nie zawierają emisji BGK na rzecz funduszy celowych.

Źródło: NBP.

¹⁵⁰ Szerzej na ten temat w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Grudzień 2023 r.”, ramka 2.2. s. 44, NBP.

Wykres 4.1.9. Depozyty gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w latach 2014–2023

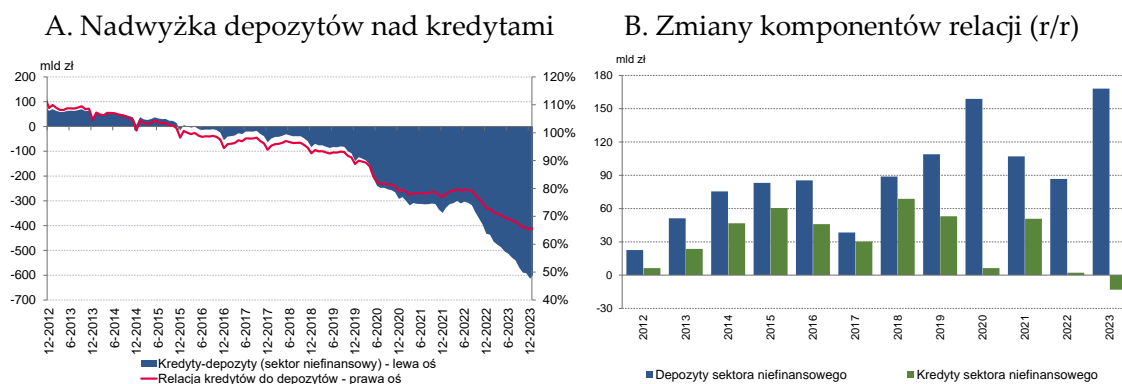


Uwaga: oprocentowanie nowych depozytów – średnie ważone udziałem banków w wartości nowych umów.

Źródło: NBP.

Obserwowany od kilku lat szybszy przyrost depozytów niż kredytów sektora niefinansowego przyczynił się do dalszego spadku relacji kredytów do depozytów (wykres 4.1.10). Wartość depozytów przekracza poziom kredytów od 2016 r., a po wybuchu pandemii COVID-19 nastąpił dalszy gwałtowny spadek tej relacji do 65,6% na koniec 2023 r.

Wykres 4.1.10. Płynność finansowania w sektorze bankowym w latach 2012–2023



Źródło: NBP.

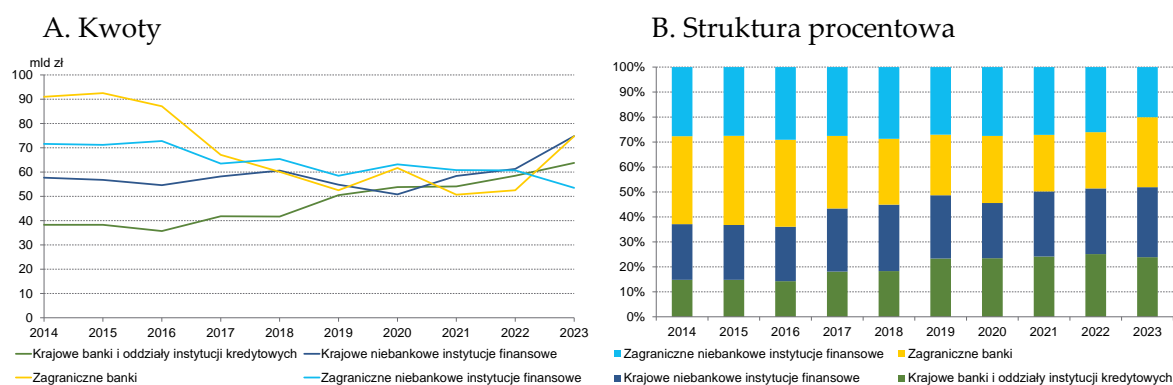
Znaczenie środków pozyskanych z rynku hurtowego systematycznie maleje¹⁵¹, niezależniąc banki od najmniej stabilnych źródeł finansowania działalności (wykres 4.1.8). W 2023 r. kwota zobowiązań wobec sektora finansowego co prawda znacznie wzrosła, ale wynikało to ze szczególnej sytuacji banków specjalistycznych, tj. państwowego banku rozwoju – BGK,

¹⁵¹ Odstępstwem od tego trendu był przejściowy, znaczny przyrost finansowania z rynku hurtowego w połowie 2022 r. Było to spowodowane m.in. krótkotrwałym wzrostem środków z tytułu depozytów uzupełniających oraz znacznym, również przejściowym, wzrostem zobowiązań z tytułu transakcji *repo* w dwóch bankach. Na koniec 2022 r. wartość transakcji *repo* była niższa niż w poprzednich latach.

pozyskującego środki dla funduszy celowych¹⁵² (w tym za granicą) oraz banków zrzeszających, w których banki spółdzielcze z IPS lokują wolne środki (ramka 4.1.3). Po wyłączeniu kwot pozyskanych przez te podmioty wartość zobowiązań sektora z rynku hurtowego wzrosła jedynie nieznacznie w porównaniu z 2022 r. Należy zaznaczyć, że pozycja ta charakteryzuje się dużą koncentracją (na koniec 2023 r. zobowiązania BGK i banków zrzeszających stanowiły około 51% łącznej kwoty).

Udział finansowania z zagranicy utrzymał się na stosunkowo stabilnym poziomie. W 2023 r. zwiększyło się finansowanie sektora bankowego od banków zagranicznych (wykres 4.1.11), ale jednocześnie zmniejszyła się wartość środków pozyskanych od zagranicznych niebankowych instytucji finansowych. Wzrost zobowiązań wobec banków zagranicznych wynikał m.in. z zaciągnięcia przez dwa banki, będące filiami banków z innych krajów UE, pożyczek podporządkowanych w bankach matkach w celu spełnienia MREL¹⁵³. W ramach stosowanej dla tych podmiotów strategii *single point of entry* ewentualne pokrycie strat oraz ich dokapitalizowanie będzie przeprowadzane poprzez umorzenie lub konwersję instrumentów kapitałowych lub zobowiązań kwalifikowalnych, co do zasady objętych przez bank matkę. Jednocześnie rośnie kwota środków pozyskiwanych od krajowych banków i oddziałów instytucji kredytowych oraz krajowych niebankowych instytucji finansowych (wykres 4.1.11).

Wykres 4.1.11. Depozyty i kredyty pozyskane od instytucji finansowych w latach 2014–2023



Źródło: NBP.

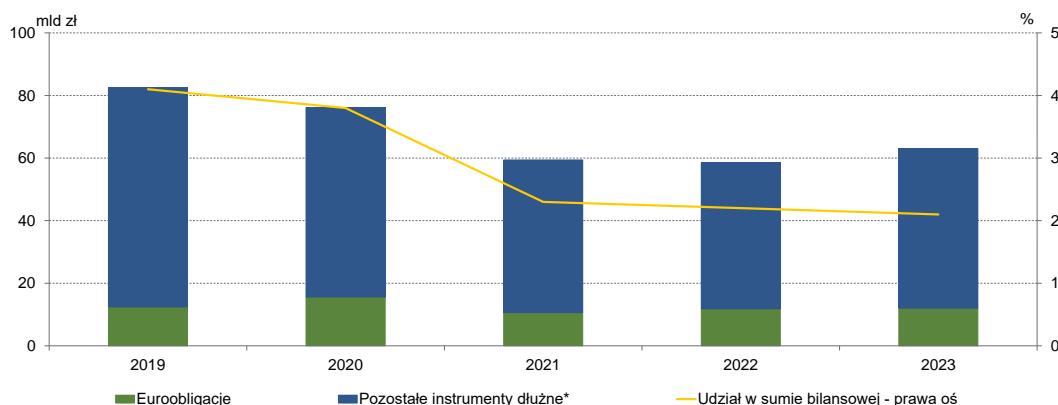
Rola emisji instrumentów dłużnych w finansowaniu banków pozostała niewielka (wykres 4.1.12). Wynikało to m.in. z dużej dostępności niżej oprocentowanych depozytów sektora niefinansowego i niskiego popytu na kredyt. Wartość zadłużenia z tytułu emisji papierów dłużnych nie osiągnęła

¹⁵² Szczegóły w „Sprawozdaniu finansowym Banku Gospodarstwa Krajowego za rok obrotowy od dnia 1 stycznia do dnia 31 grudnia 2023 r.”. Około 70% wartości zobowiązań BGK (wykazanych w sprawozdawczości NBP) wobec sektora finansowego było przyporządkowanych do funduszy celowych.

¹⁵³ Szczegóły: „Grupa Kapitałowa ING Banku Śląskiego S.A. Roczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe za okres od 1 stycznia 2023 roku do 31 grudnia 2023 roku” oraz „Skonsolidowane sprawozdanie finansowe grupa kapitałowa BNP PARIBAS BANK POLSKA S.A. za rok zakończony dnia 31 grudnia 2023 r.”.

dotychczas poziomu obserwowanego przed wybuchem pandemii, również w przypadku banków hipotecznych, które nie mogą finansować się depozytami detalicznymi. Wejście w życie od 1 stycznia 2024 r. wymogu MREL w wartości docelowej zwiększyło jednak zainteresowanie banków emisją instrumentów dłużnych.

Wykres 4.1.12. Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych w latach 2019–2023



Uwaga: kategoria pozostałe instrumenty dłużne nie uwzględnia obligacji emitowanych przez BGK na rzecz funduszy celowych.

Źródło: NBP.

Pozycją, która w szczególności przyczyniła się do wzrostu pasywów sektora bankowego w 2023 r., były zobowiązania z tytułu wyemitowanych przez BGK obligacji na rzecz funduszy celowych. Środki pozyskane z emisji nie zostały przeznaczone na własne potrzeby banku¹⁵⁴, ale zapewniały finansowanie zadań funduszy. Łączna wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez BGK na rzecz funduszy celowych w 2023 r. wyniosła około 41 mld zł, z czego prawie 58% zostało uplasowanych na rynkach zagranicznych.

4.1.3. Adekwatność kapitałowa banków

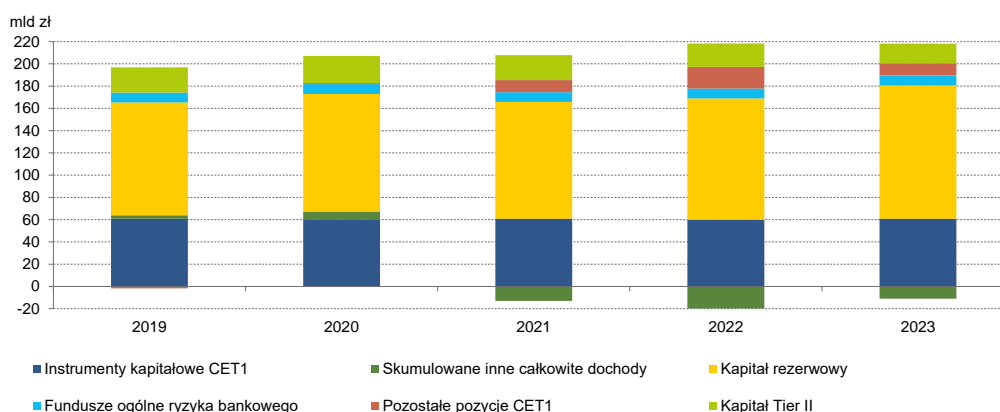
W strukturze funduszy własnych polskiego sektora bankowego dominowały kapitały najwyższej jakości (wykres 4.1.13)¹⁵⁵. Na koniec 2023 r. ponad 90% stanowił kapitał podstawowy Tier I (CET1). Głównymi składnikami tworzącymi CET1 były: kapitał rezerwy tworzony z zysków wypracowanych w poprzednich latach oraz instrumenty kapitałowe (kapitał akcyjny w bankach komercyjnych i fundusz udziałowy w bankach spółdzielczych). Kapitał dodatkowy Tier I (AT1), stanowiący ważną część finansowania w niektórych sektorach bankowych UE, w polskich bankach

¹⁵⁴ W sprawozdaniach publicznych środki i działalność funduszy celowych jest wyłączona z bilansu oraz rachunku zysków i strat BGK.

¹⁵⁵ W analizie adekwatności kapitałowej uwzględniono dane ze sprawozdań nieskonsolidowanych banków komercyjnych wraz z ich oddziałami zagranicznymi oraz ze sprawozdań banków spółdzielczych. Z analizy wyłączone są oddziały instytucji kredytowych oraz bank państwowy (BGK), który podlega regulacjom pakietu CRD/CRR w ograniczonym zakresie.

odgrywa marginalną rolę (około 0,2% funduszy własnych), przy czym w 2023 r. wzrósł na skutek emisji przeprowadzonej przez jeden z banków zrzeszających¹⁵⁶. Kapitał Tier II, z tytułu wyemitowanych podporządkowanych instrumentów dłużnych i pożyczek podporządkowanych, stanowił około 9% funduszy własnych.

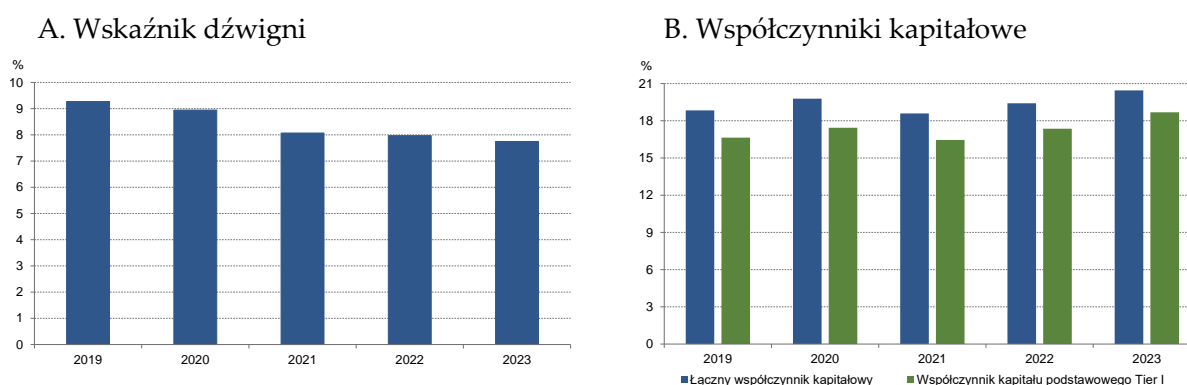
Wykres 4.1.13. Fundusze własne banków krajowych w latach 2019–2023



Źródło: NBP.

Krajowy sektor bankowy funkcjonował przy niskiej dźwigni. Na koniec 2023 r. aktywa sektora stanowiły dwunastokrotność jego kapitału Tier I. Średni wskaźnik dźwigni (po uwzględnieniu poza aktywami również pozycji pozabilansowych) wyniósł około 8% (wykres 4.1.16, panel A), podczas gdy regulacyjne minimum dla tego wskaźnika wynosi 3%.

Wykres 4.1.14. Wyposażenie kapitałowe banków w latach 2019–2023



Źródło: NBP.

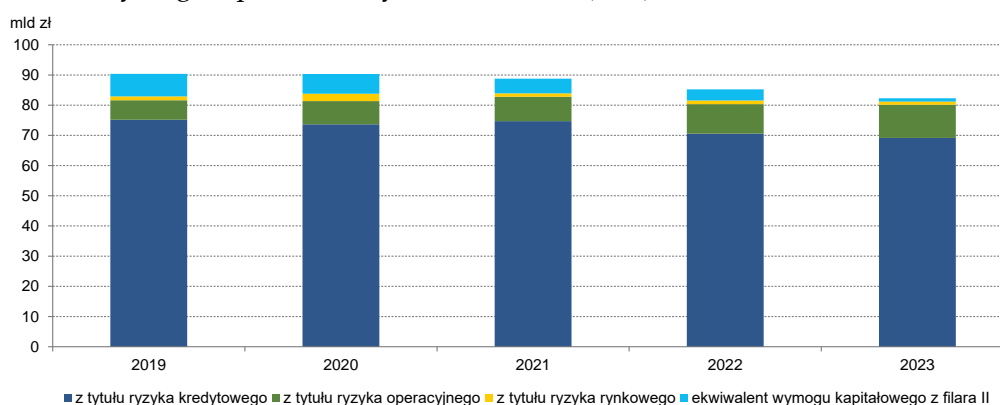
W 2023 r. wartość funduszy własnych krajowego sektora bankowego i jego współczynniki kapitałowe były wyższe niż na koniec 2022 r. Do wzrostu kapitałów regulacyjnych przyczyniło się przede wszystkim przeznaczenie znacznej części zysków bieżących na kapitał rezerwowy. Dodatkowo, na skutek m.in. obniżenia stóp procentowych NBP, w 2023 r. wzrosły wyceny

¹⁵⁶ Zob.: <https://www.sgb.pl/sgb-pionierem-w-zastosowaniu-instrumentu-kapitalowego-at1/>.

papierów wartościowych z portfela FVOCI (głównie obligacji emitowanych i gwarantowanych przez Skarb Państwa), co przełożyło się na zmniejszenie ujemnego wkładu skumulowanych innych całkowitych dochodów obniżającego wartość kapitału CET1. Poza zmianami wysokości funduszy własnych banków, na wysokość współczynników kapitałowych korzystnie wpłynęło także zmniejszenie się łącznej ekspozycji na ryzyko (TREA). Wynikało to m.in. z niskiej akcji kredytowej oraz stopniowego zmniejszania się portfela walutowych kredytów mieszkaniowych.

Współczynniki kapitałowe oparte na miarach uwzględniających ryzyko wyznaczone były przez wymogi mikroostrożnościowe, tj. wymogi kapitałowe filara I (w relacji do kapitału CET1, T1 oraz łącznych funduszy, odpowiednio, 4,5%, 6% i 8%) i filara II (wartości zindywidualizowane dla poszczególnych banków – P2R), jak również makroostrożnościowe, tj. tzw. wymóg połączonego bufora w uzupełnieniu wymogów filara I i II (CBR). W 2023 r. CBR składał się w zasadniczej części z bufora zabezpieczającego (2,5%) oraz bufora OSII (nałożonego na 10 banków zidentyfikowanych jako tzw. inne instytucje o znaczeniu systemowym¹⁵⁷).¹⁵⁸ W grudniu 2023 r. łączny współczynnik kapitałowy (TCR) wyniósł około 21%, a współczynnik CET1 – 19% (wykres 4.1.14, panel B).

Wykres 4.1.15. Wymogi kapitałowe z tytułu filara I i II (P2R) w latach 2019–2023



Źródło: NBP.

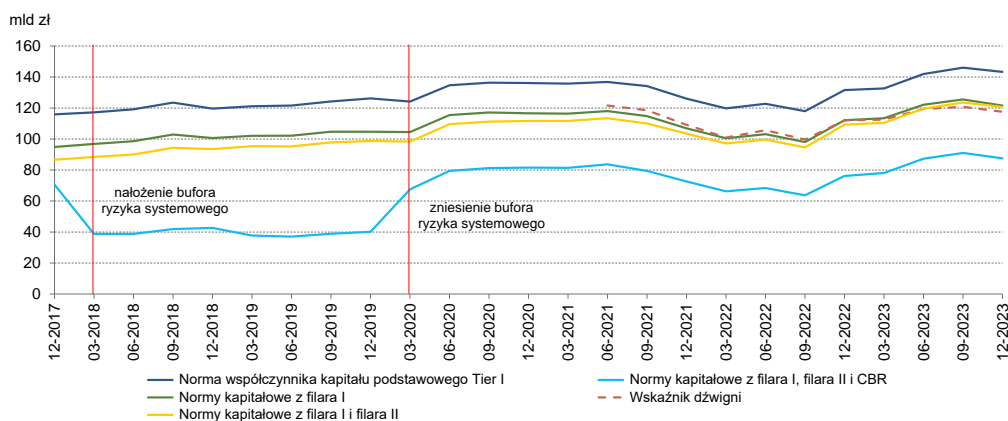
Stosunkowo niski popyt na kredyty przekładał się na brak wyraźnych zmian wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego. Drugim co do wielkości wymogiem kapitałowym pozostawał wymóg z tytułu ryzyka operacyjnego, który w 2023 r. wzrósł na skutek m.in. uwzględnienia czynników ryzyka ESG oraz kosztów związanych z roszczeniami dotyczącymi walutowych kredytów mieszkaniowych. Z drugiej strony, na skutek zawierania

¹⁵⁷ Wartość bufora OSII wahała się od 0,25% do 2%. Lista instytucji wraz z przypisanymi im wielkościami wskaźnika bufora i dostępne są na stronie internetowej NBP: <https://nbp.pl/system-finansowy/nadzor-makroostroznościowy/instrumenty-makroostroznościowe/bufor-innej-instytucji-o-znaczeniu-systemowym/>

¹⁵⁸ Kilka banków wykazujących ekspozycje kredytowe w jurysdykcjach stosujących niezerowe wartości bufora antycyklicznego, miało obowiązek spełniania tzw. specyficznego dla instytucji bufora antycyklicznego. Niewielka skala działalności banków krajowych za granicą powodowała, że wysokość kapitału utrzymywanego na potrzeby bufora antycyklicznego pozostawała bardzo niska.

ugód z klientami oraz tworzenia rezerw na ryzyko prawne związane z tymi kredytami, KNF obniżyła dodatkowe wymogi z tytułu filara II (wykres 4.1.15).

Wykres 4.1.16. Nadwyżki kapitału podstawowego Tier I w bankach krajowych w latach 2017–2023



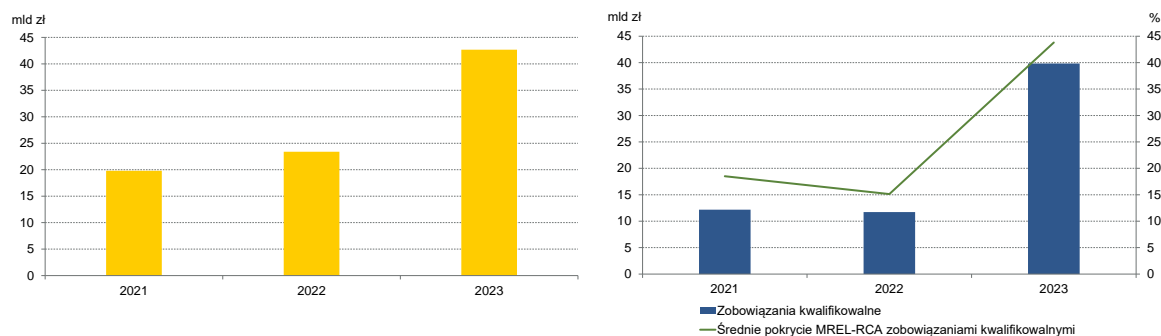
Uwaga: linia przerywana odpowiada poziomowi nadwyżek kapitału Tier I.

Źródło: NBP.

Nadwyżki kapitałowe po spełnieniu wymogów filara I, II oraz CBR w 2023 r. wzrosły i stanowiły około 9% TREA (wykres 4.1.16). W konsekwencji pozostawały one na wysokim poziomie, co pozwalało bankom krajowym na rozwijanie akcji kredytowej i utrzymywanie gotowości do absorpcji kosztów wynikających z nieprzewidzianych szoków, a tym samym zapewniało stabilne funkcjonowanie całego sektora.

Wykres 4.1.17. Zobowiązania kwalifikowalne oraz nadwyżki kapitałowe w reżimie *resolution* w latach 2021–2023

A. Zobowiązania kwalifikowalne B. Nadwyżki kapitału podstawowego Tier I po spełnieniu MREL oraz wymogu połączonego bufora (CBR-M)



Źródło: BFG, NBP.

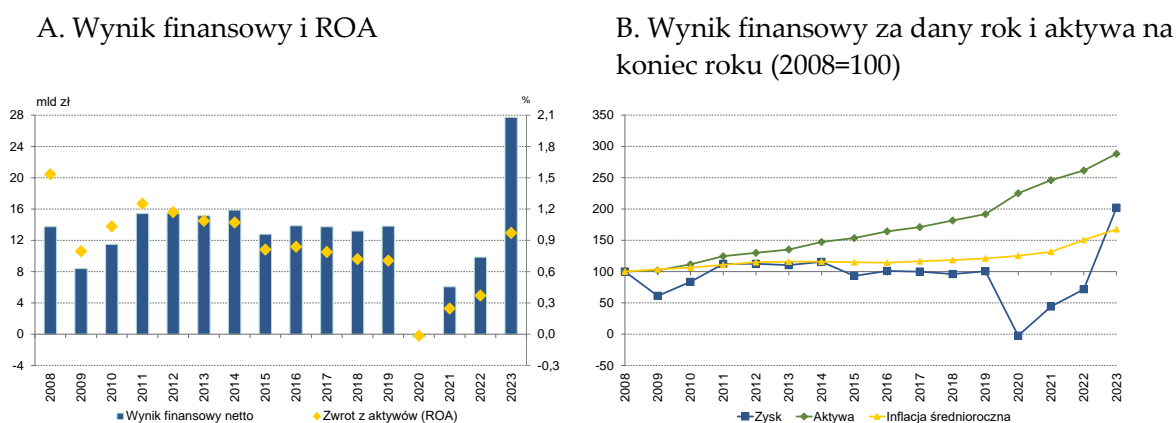
Od grudnia 2023 r. zaczął obowiązywać docelowy poziom MREL. Wymóg ten można wypełniać funduszami własnymi i zobowiązaniami kwalifikowalnymi, a jego minimalny poziom należy utrzymywać zarówno w odniesieniu do TREA (MREL-TREA), jak i miary ekspozycji całkowitej

(MREL-TEM). Dodatkowo, w uzupełnieniu do MREL-TREA należy spełniać także wymóg połączonego bufora (CBR-M). CBR-M można wypełniać tylko kapitałem CET1. CBR-M obowiązuje w tej samej wysokości co CBR, przy czym mechanizmy sankcyjne stosowane w przypadku ich naruszenia różnią się. W 2023 r. banki krajowe prawie czterokrotnie zwiększyły wartość zobowiązań kwalifikowalnych wykazywanych w swoich bilansach. Przyczyniły się do tego zarówno emisje instrumentów dłużnych, jak i zaciągnięcie pożyczek podporządkowanych od jednostki dominującej w ramach grupy bankowej (wykres 4.1.17, panel A). Zwiększanie pokrycia MREL w części na rekapitalizację (MREL-RCA)¹⁵⁹ instrumentami kwalifikowalnymi sprzyja sprawnemu przeprowadzaniu ewentualnych procesów restrukturyzacyjnych i ogranicza ich koszty dla sektora bankowego jako całości. Na skutek tego procesu banki krajowe wyraźnie zmniejszyły wykorzystanie kapitału CET1 na pokrycie MREL-RCA, a tym samym wykazywały wyższe nadwyżki kapitałowe po spełnieniu wszystkich wymogów w reżimie *resolution* (wykres 4.1.17, panel B).

4.1.4. Wyniki finansowe sektora bankowego

W 2023 r. sektor bankowy wypracował rekordowo wysoki nominalny zysk. Łączne wyniki finansowe wyraźnie przekroczyły poprzedni maksymalny poziom z 2014 r. (wykres 4.1.18, panel A). W dłuższym okresie zyski sektora rosły jednak wyraźnie wolniej niż jego aktywa, a przed 2023 r. również wolniej od tempa wzrostu cen w gospodarce (wykres 4.1.18, panel B).

Wykres 4.1.18. Wynik finansowy i wskaźnik ROA w sektorze bankowym w latach 2008–2023



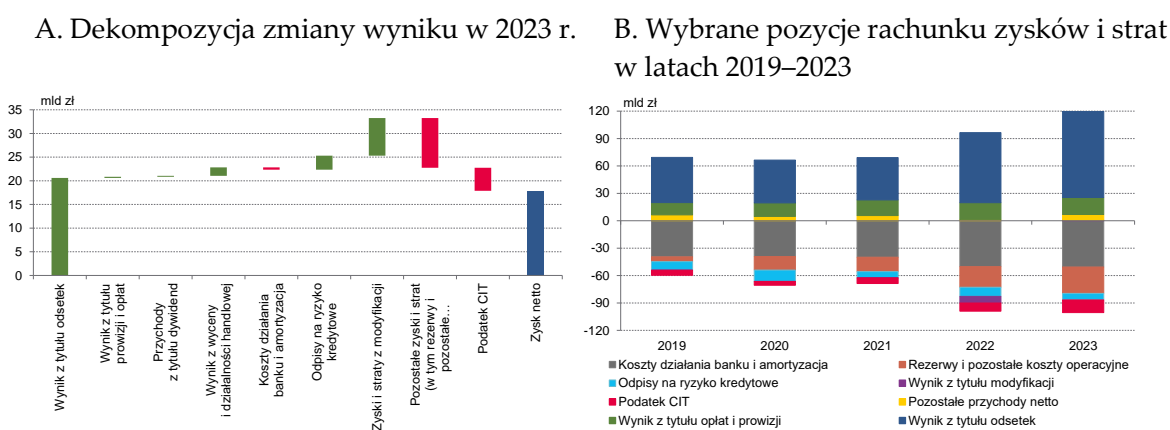
Uwaga: „inflacja średnioroczna” na podstawie wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Źródło: NBP, GUS.

¹⁵⁹ W przypadku banków, dla których strategia przymusowej restrukturyzacji (*resolution*) nie zakłada zwykłej upadłości, MREL składa się z dwóch komponentów – na absorpcję strat (LAA) i rekapitalizację (RCA). Komponent na absorpcję strat odpowiada kwocie wymogów I i II filara z reżimu adekwatności kapitałowej i jest spełniany wyłącznie funduszami własnymi. Z kolei komponent na rekapitalizację może być spełniany zarówno funduszami własnymi, jak i zobowiązaniami kwalifikowalnymi.

Głównym źródłem wyników finansowych sektora bankowego pozostawał wynik z tytułu odsetek, a jego zwiększenie nadal było najważniejszą przyczyną wzrostu zysku w 2023 r. (wykres 4.1.19). Znaczenie wyników odsetkowych w polskich bankach zwiększyło się znacznie od momentu wzrostu stóp procentowych w latach 2021-2022. Wrażliwość wyników odsetkowych na zmiany stóp procentowych wynika z tradycyjnego modelu prowadzenia działalności przez większość polskich banków, którego pochodną jest opisana w poprzednich częściach rozdziału struktura aktywów i zobowiązań. Dodatkowo większość kredytów jest oprocentowana stopą zmienną, natomiast oprocentowanie większości zobowiązań nie jest bezpośrednio powiązane ze stawkami rynku pieniężnego, a znaczna część depozytów bieżących sektora niefinansowego nie jest oprocentowana.

Wykres 4.1.19. Dekompozycja zmiany wyniku finansowego netto oraz wybrane pozycje rachunku zysków i strat sektora bankowego



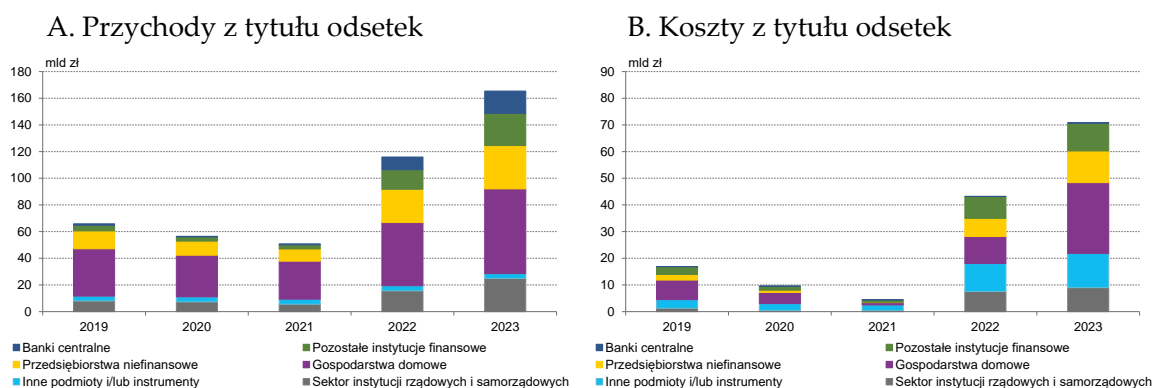
Uwagi: rezerwy i pozostałe koszty operacyjne uwzględniają także odpisy na ryzyko prawne walutowych kredytów mieszkaniowych (z wyjątkiem tych, które banki ujęły bezpośrednio w odpisach na ryzyko kredytowe). Na lewym wykresie wysokość zielonych i czerwonych słupków oznacza zmianę kwotową pozycji rachunku zysków i strat sektora bankowego. W przypadku pozycji kosztowych ujemna zmiana oznacza wzrost kosztów, co wpływa na spadek wyniku. Niektóre pozycje dekompozycji, w szczególności „Zyski i straty z modyfikacji” (obejmujące większość kosztów wakacji kredytowych), mogą przyjmować zarówno wartości dodatnie, jak też ujemne, więc z wykresu można tylko wnioskować, czy zmiana tej pozycji miała pozytywny, czy negatywny wpływ na wynik.
Źródło: NBP.

Ponad połowa przychodów i kosztów odsetkowych sektora bankowego pochodziła z transakcji z sektorem niefinansowym, przede wszystkim z gospodarstwami domowymi (wykres 4.1.20). W ostatnich latach znacznie zwiększył się jednak udział innych sektorów w strukturze przychodów odsetkowych, co było skutkiem m.in. większych inwestycji w papiery skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa oraz w bony pieniężne NBP. Jednocześnie wzrost kosztów odsetkowych w wyrażeniu kwotowym był znacznie niższy niż przychodów odsetkowych, co – oprócz opisanej wcześniej charakterystyki aktywów i zobowiązań bankowych – wynikało także ze znacznej nadwyżki depozytów nad kredytami dla sektora niefinansowego i związanej z nią niskiego poziomu konkurencji między bankami o depozyty klientów. Różnica między

oprocentowaniem depozytów a rynkowymi stopami procentowymi osiągnęła najwyższy poziom od 2008 r.

Wynik z tytułu prowizji i opłat oraz przychody dywidendowe sektora bankowego pozostały na poziomie zbliżonym do 2022 r., natomiast zwiększył się wynik z operacji finansowych i wyceny instrumentów finansowych.

Wykres 4.1.20. Przychody i koszty odsetkowe sektora bankowego w latach 2019–2023



Uwaga: dane o przychodach i kosztach odsetkowych (z wyjątkiem kategorii „Inne podmioty i/lub instrumenty”) dotyczą odsetek związanych z kredytami i depozytami, a także z posiadanymi instrumentami dłużnymi.

Źródło: NBP.

Wyniki finansowe banków posiadających portfele walutowych kredytów mieszkaniowych były silnie obciążone przez odpisy na ryzyko prawne tych kredytów¹⁶⁰. W 2023 r. łączne rezerwy z tego tytułu zwiększyły się o około 20 mld zł i na koniec roku zbliżyły się do 60 mld zł. Faktyczna kwota obciążenia sektora z tego tytułu była nawet wyższa – banki w ostatnich latach wykorzystywały już kilkanaście miliardów złotych rezerw na pokrycie kosztów prawomocnych wyroków sądowych oraz ugód zawieranych z kredytobiorcami.

Koszty ustawowego programu wakacji kredytowych trwającego w latach 2022-2023 zostały przez banki rozpoznane w większości w 2022 r.¹⁶¹ Banki wykazały te koszty jako stratę na modyfikacji kredytu lub jako obniżenie wyniku odsetkowego. Brak tych kosztów w 2023 r. przyczynił się do znacznego wzrostu wyników finansowych (wykres 4.1.19, panel A).

Koszty działania banków nie zmieniły się istotnie w 2023 r. Wzrost kosztów pracowniczych, związany z inflacją i wzrostem nominalnych płac w gospodarce, ale prawdopodobnie również z potrzebą utrzymania wysoko wykwalifikowanych pracowników, został skompensowany przez spadek składek na BFG i brak wpłat na (utworzony w 2022 r.) System Ochrony Banków

¹⁶⁰ Więcej informacji na ten temat w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2024 r.”, NBP.

¹⁶¹ Więcej informacji na temat ustawowych wakacji kredytowych w: „Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.”, ramka 4.1.2, s. 101, NBP.

Komercyjnych. Dzięki temu poprawiły się wskaźniki efektywności kosztowej banków, tj. koszty operacyjne do wyniku działalności bankowej i do aktywów (tabela 4.1.3).

Tabela 4.1.3. Wskaźniki operacyjne systemu bankowego w latach 2019–2023 (w %)

	2019	2020	2021	2022	2023
Odsetek przeciętnych aktywów					
Wynik z tytułu odsetek	2,52	2,12	1,89	2,78	3,30
Wynik nieodsetkowy	1,01	0,88	0,93	0,85	0,88
- wynik z tytułu opłat i prowizji	0,68	0,67	0,70	0,69	0,66
- przychody z tytułu dywidend	0,11	0,04	0,06	0,05	0,05
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej ¹	0,22	0,17	0,17	0,11	0,17
Wynik działalności bankowej	3,53	3,00	2,82	3,63	4,18
Koszty działania banku	1,79	1,56	1,44	1,71	1,60
Amortyzacja	0,23	0,21	0,19	0,17	0,17
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	0,48	0,56	0,28	0,38	0,25
- w tym: kredytów	0,47	0,55	0,28	0,37	0,25
Saldo innych przychodów i kosztów	0,04	0,50	0,41	0,66	0,70
Wynik finansowy brutto	0,99	0,17	0,50	0,71	1,46
Wynik finansowy netto	0,71	-0,02	0,25	0,37	0,97
Odsetek wyniku działalności					
Wynik z tytułu odsetek	71,33	70,59	67,01	76,65	78,97
Wynik nieodsetkowy	28,67	29,41	32,99	23,35	21,03
- wynik z tytułu opłat i prowizji	19,30	22,32	24,77	19,09	15,64
- przychody z tytułu dywidend	3,07	1,38	2,10	1,32	1,23
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej ¹	6,30	5,71	6,12	2,94	4,16
Wynik działalności bankowej	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Koszty działania banku	50,49	51,98	51,06	47,15	38,28
Amortyzacja	6,44	6,88	6,68	4,82	4,15
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	13,46	18,55	9,91	10,35	5,95
- w tym: kredytów	13,15	18,41	9,84	10,32	5,89
Saldo innych przychodów i kosztów	1,73	16,99	14,76	18,16	16,77
Wynik finansowy brutto	27,88	5,60	17,59	19,52	34,85
Wynik finansowy netto	19,93	-0,51	8,76	10,20	23,24
Odsetek przeciętnego kapitału					
Wynik finansowy brutto ²	9,88	1,72	6,16	11,00	19,40
Wynik finansowy netto ²	7,12	-0,23	3,17	6,12	13,00

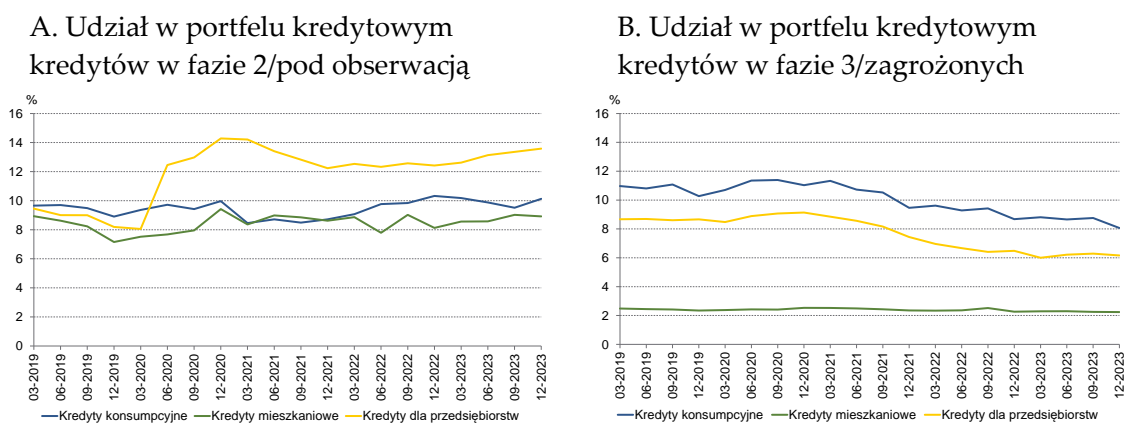
¹ Na wartość tej pozycji składa się wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych wycenianych według wartości godziwej przez rachunek zysków i strat, zrealizowany wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych wycenianych w inny sposób oraz wynik z tytułu różnic kursowych.

² Dane dla krajowego sektora bankowego z wyłączeniem BKG.

Źródło: NBP.

Zmniejszyło się także obciążenie wyników banków odpisami na ryzyko kredytowe. Wśród przyczyn wspierających jakość portfeli kredytowych banków należy wymienić dobrą sytuację na rynku pracy i zaostrzenie w ostatnich latach polityki kredytowej w większości segmentów rynku kredytowego. W przypadku kredytów mieszkaniowych do obniżenia strat kredytowych przyczynił się program ustawowych wakacji kredytowych, jednak koszty tego programu dla banków zdecydowanie przewyższyły korzyści uzyskane dzięki poprawie spłacalności objętych nim kredytów. Udział w portfelach kredytowych należności w fazie 3/zagrożonych zmniejszył się najsilniej w kredytach konsumpcyjnych (wykres 4.1.21), co było związane ze sprzedażą takich należności lub przenoszeniem ich do ewidencji pozabilansowej.

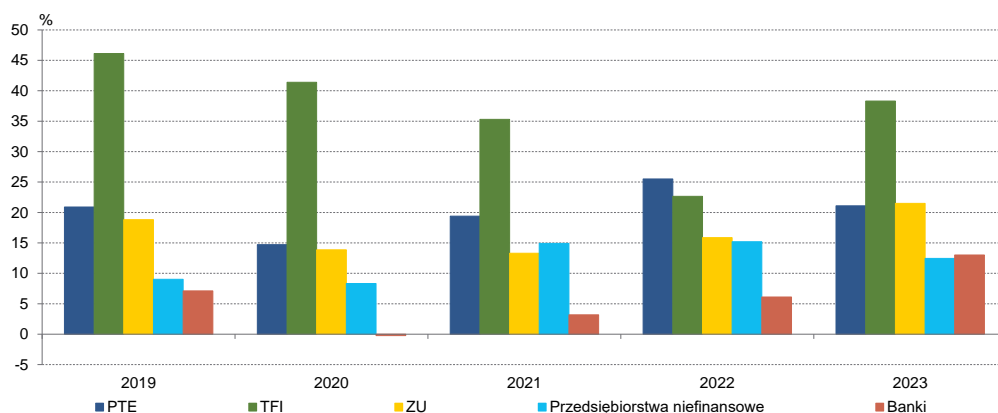
Wykres 4.1.21. Jakość kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2019–2023



Źródło: NBP.

Zyskowność sektora bankowego w 2023 r. zwiększyła się, ale pozostawała poniżej historycznych rekordów. Relacja wyniku finansowego do aktywów pozostawała poniżej poziomu z lat 2011–2014, a do kapitału – poniżej poziomu z 2008 r. Wartość wskaźnika ROE krajowego sektora bankowego zbliżyła się do mediany dla sektorów bankowych państw UE, ale nadal znacznie odbiega od wartości dla innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej przyjętych do UE w 2004 r. lub później (ramka 4.1.4). W porównaniu z działającymi w Polsce innymi instytucjami finansowymi banki osiągały przeciętnie niższe zwroty z kapitału. Jednak wartość wskaźnika ROE była wyższa niż dla przedsiębiorstw niefinansowych (wykres 4.1.22). Jedną z przyczyn obniżających zyskowność banków w porównaniu z innymi podmiotami krajowymi było ich relatywnie wyższe opodatkowanie – efektywna stopa podatku CIT w 2023 r. wynosiła 26%, a w połączeniu z podatkiem od niektórych instytucji finansowych przekraczała 30%.

Wykres 4.1.22. Wskaźnik ROE dla instytucji finansowych i przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2019–2023

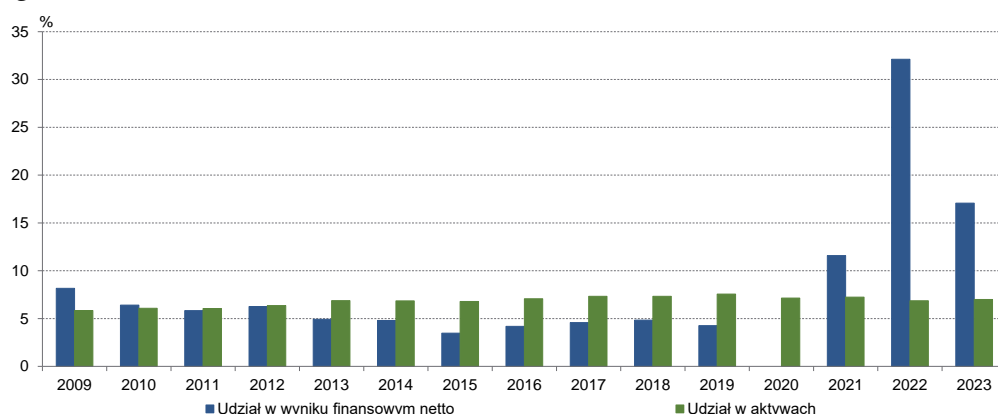


Uwaga: dane bankowe z wyłączeniem BGK i OIK.

Źródło: NBP, KNF, GUS.

Dominujący udział banków komercyjnych w systemie bankowym sprawia, że większość opisanych powyżej wniosków dotyczących całego systemu bankowego wynika z sytuacji banków komercyjnych. Natomiast tendencje zmian w strukturze bilansu, rachunku wyników i adekwatności kapitałowej banków spółdzielczych różnią się od tendencji w całym sektorze bankowym. W szczególności banki spółdzielcze są jeszcze bardziej wrażliwe niż banki komercyjne na zmiany stóp procentowych, a jednocześnie dotąd były w znikomym stopniu dotknięte kosztami, które w ostatnich latach najsilniej obniżały zyskowność banków komercyjnych. Dzięki temu zyski banków spółdzielczych (w relacji do aktywów) były znacznie wyższe niż banków komercyjnych, a ich udział w łącznym wyniku sektora bankowego istotnie wzrósł (wykres 4.1.23).

Wykres 4.1.23. Udział banków spółdzielczych w aktywach i wyniku finansowym netto sektora bankowego w latach 2009–2023



Źródło: NBP.

Ramka 4.1.3. Sytuacja banków spółdzielczych w Polsce

Pozycja banków spółdzielczych w systemie bankowym

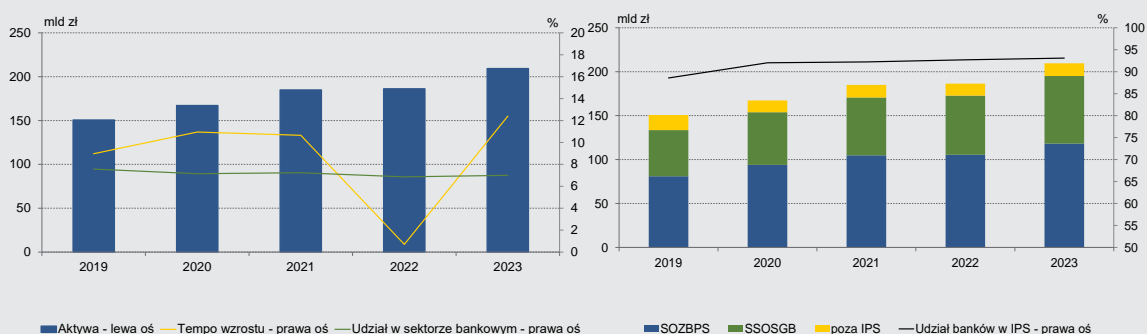
W 2023 r. aktywa banków spółdzielczych rosły wyraźnie szybciej niż rok wcześniej, a także szybciej niż banków komercyjnych (odpowiednio: 12,4% i 10,4%). W rezultacie udział banków spółdzielczych w aktywach sektora bankowego, po spadku w 2022 r., ponownie zwiększył się do 7% (wykres I.A).

Na koniec 2023 r. banki spółdzielcze odpowiadały za 58% wszystkich kredytów dla rolnictwa, 14% kredytów dla sektora budżetowego i prawie 8% kredytów dla MSP, udzielonych przez sektor bankowy. Jednocześnie ponad 11% środków zgromadzonych przez JST na rachunkach bankowych była utrzymywana w bankach spółdzielczych. Podmioty te z uwagi na przyjęty model bankowości relacyjnej utrzymują rozbudowaną sieć placówek¹.

Sektor banków spółdzielczych na koniec 2023 r. tworzyły 492 banki spółdzielcze, w tym 307 było uczestnikami Systemu Ochrony Zrzeszenia BPS (SOZ BPS), a 175 należało do Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB (SSO SGB). Banki będące uczestnikami systemów ochrony zarządzały ponad 93% aktywów całego sektora banków spółdzielczych (wykres I.B). Pozostałe podmioty działały samodzielnie – w tej grupie znajdowały się m.in. trzy największe banki w sektorze.

Wykres I. Aktywa banków spółdzielczych w latach 2019–2023

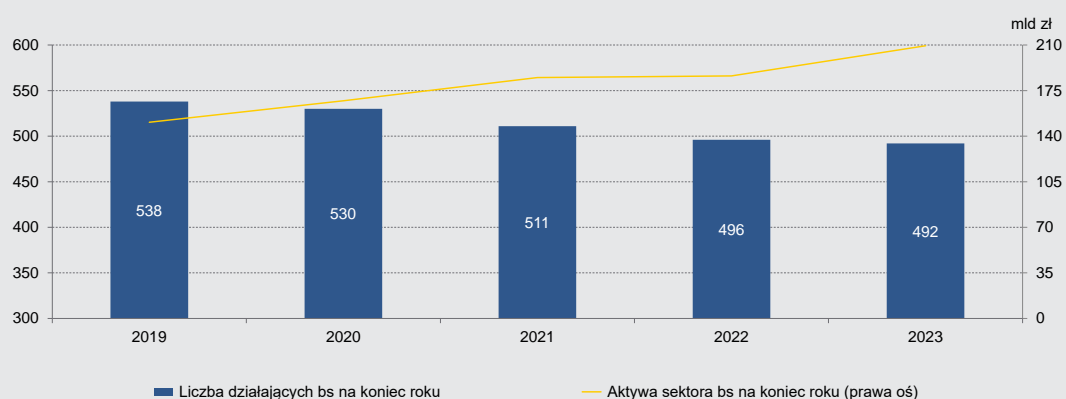
A. Tempo wzrostu i udział w sektorze bankowym B. Struktura aktywów według udziału w IPS



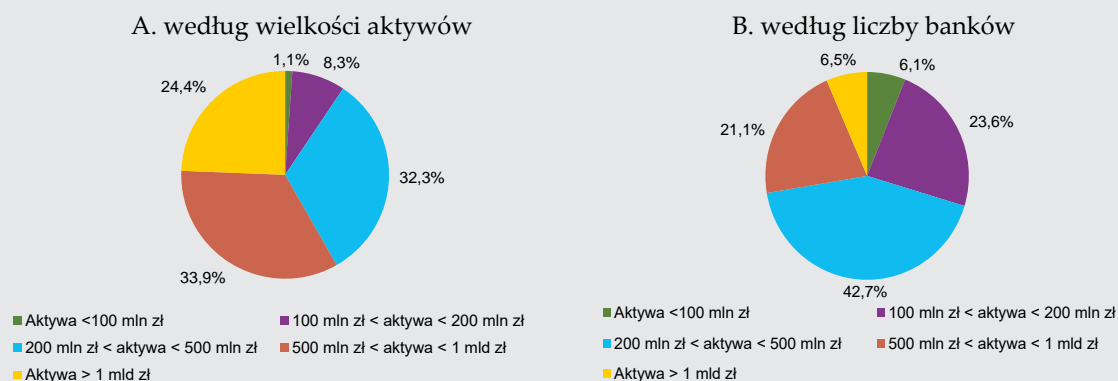
Źródło: NBP.

W 2023 r. intensywność konsolidacji² wyraźnie się zmniejszyła (wykres II). Przyczyniła się do tego zdecydowana poprawa sytuacji finansowej banków spółdzielczych, co ograniczyło ich skłonność do łączeń.

W 2023 r. liczba banków o aktywach powyżej 500 mln zł wzrosła o 28, do 136. Banki te posiadały ponad 58% aktywów sektora banków spółdzielczych, w porównaniu z około 51% na koniec 2022 r. Jednocześnie kolejny rok obserwowano spadek liczby banków małych (o aktywach poniżej 200 mln zł), a ich udział w aktywach obniżył się z 12,6% na koniec 2022 r. do 9,4% (wykres III).

Wykres II. Liczba podmiotów działających w sektorze banków spółdzielczych w latach 2019–2023

Źródło: NBP.

Wykres III. Struktura sektora banków spółdzielczych według stanu na koniec 2023 r.

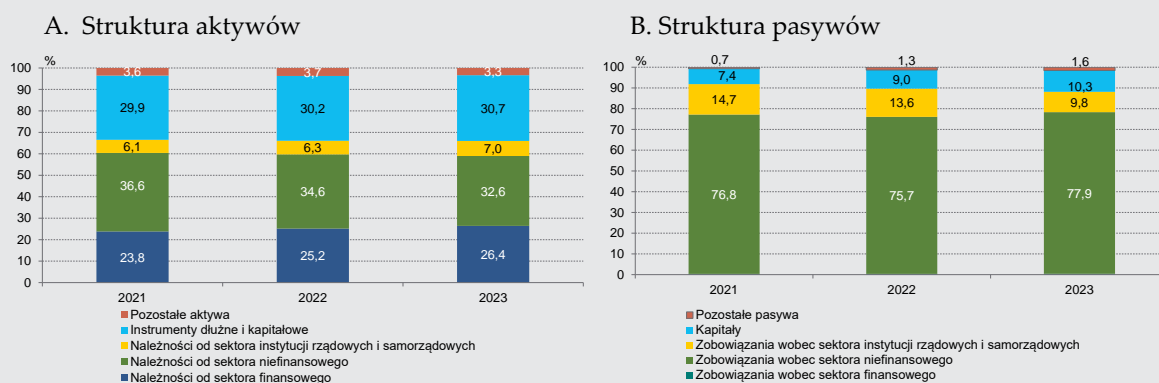
Źródło: NBP.

Struktura bilansu

W 2023 r. aktywa banków spółdzielczych wzrosły o 23,1 mld zł, do 209,4 mld zł na koniec analizowanego okresu, głównie za sprawą wzrostu należności od sektora finansowego (o ponad 8 mld zł) oraz portfela papierów wartościowych (o prawie 8 mld zł). Istotnie niższy był wzrost wartości kredytów dla sektora niefinansowego (o 3,8 mld zł), który dotyczył w szczególności kredytów dla rolników indywidualnych. Wzrost aktywów był finansowany środkami pozyskanymi od sektora niefinansowego (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw).

W strukturze aktywów główną pozycję (32,6%), pomimo kontynuowanego spadku udziału, zachowały kredyty dla sektora niefinansowego (wykres IV.A). Podobnie jak w 2022 r. banki spółdzielcze istotną część pozyskanych środków lokowały na rachunkach i lokatach w bankach zrzeszających oraz w papierach wartościowych, głównie obligacjach skarbowych i bonach pieniężnych NBP. W efekcie kolejny rok z rzędu wzrósł udział papierów wartościowych i należności od sektora finansowego w strukturze aktywów tych podmiotów (odpowiednio do 30,7% i 26,4%).

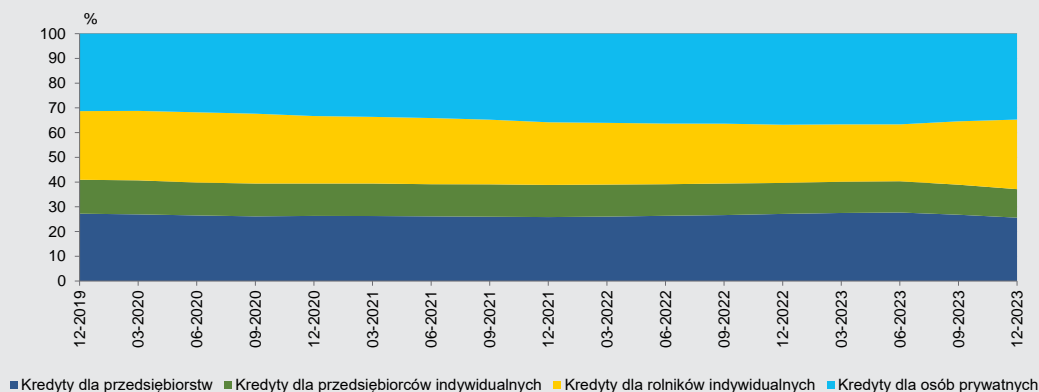
Wykres IV. Struktura bilansu banków spółdzielczych w latach 2021–2023



Źródło: NBP.

W strukturze portfela kredytowego największą pozycję stanowiły kredyty dla osób prywatnych. Jednak z uwagi na niższą dynamikę przyrostu w porównaniu z innymi kategoriami kredytów ich udział w portfelu spadł o ponad 2 pkt procentowe, do około 35% (wykres V). W strukturze kredytów dla osób prywatnych dominowały kredyty mieszkaniowe (24% portfela ogółem).

Wykres V. Portfel kredytów dla sektora niefinansowego w bankach spółdzielczych w latach 2019–2023



Źródło: NBP.

W 2023 r. wyraźny wzrost zaobserwowano w przypadku kredytów dla rolników indywidualnych, co było wynikiem m.in. uruchomienia w II połowie roku przez Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa (ARiMR) kredytów preferencyjnych³. W rezultacie po niewielkim spadku w I połowie 2023 r. (o 0,4 mld zł) w II półroczu wartość tych kredytów wzrosła o 4,5 mld zł, do prawie 20 mld zł, a ich udział w całym portfelu kredytowym z 23,9% do 28,4%. Tym samym w 2023 r., po dwóch latach spadków, miał miejsce istotny wzrost wartości i udziału kredytów z dofinansowaniem z ARiMR (o ponad 160%). Na trzecią pozycję, pod względem wartości portfela, spadły kredyty dla przedsiębiorstw (26% portfela), spośród których 96% stanowiły kredyty dla MSP.

Jakość portfela kredytowego banków spółdzielczych uległa niewielkiej poprawie, jednak pozostawała niższa niż w sektorze banków komercyjnych (szczególnie w zakresie kredytów dla przedsiębiorstw). Wskaźnik kredytów zagrożonych dla podmiotów sektora niefinansowego spadł o 1 pkt procentowy do 7,3% (wobec 5,5% dla banków komercyjnych). Poprawa dotyczyła prawie wszystkich kategorii kredytów, za wyjątkiem kredytów mieszkaniowych.

Najwyższym poziomem ryzyka kredytowego niezmiennie charakteryzowały się kredyty dla przedsiębiorstw – wskaźnik udziału kredytów zagrożonych wyniósł 14,3% (wobec 6,2% w bankach komercyjnych). Natomiast najlepszą jakością odznaczały się kredyty mieszkaniowe, z udziałem kredytów zagrożonych na poziomie 1,3%. Pozytywnym zjawiskiem był kontynuowany wzrost wskaźnika pokrycia kredytów zagrożonych rezerwami – z 61,5% w 2022 r. do 66,8% w 2023 r. Od dwóch lat jest on wyższy niż w sektorze banków komercyjnych (60,2%). Podobnie jak rok wcześniej, do zwiększenia poziomu wyrezerwowania kredytów zagrożonych przyczyniło się, obok dalszej poprawy rentowności, istotne zmniejszenie wartości zabezpieczeń pomniejszających podstawę naliczania rezerw celowych⁴ (co spowodowało konieczność utworzenia przez banki spółdzielcze odpisów rekompensujących spadek zabezpieczenia).

Podstawowym źródłem finansowania działalności banków spółdzielczych nadal były depozyty sektora niefinansowego o wartości 163,1 mld zł (głównie środki gospodarstw domowych – 140,2 mld zł), które stanowiły około 78% sumy bilansowej (wykres IV.B). W 2023 r. ich wartość wyraźnie wzrosła (o ponad 15%). Spadła natomiast drugi rok z rzędu wartość zobowiązań wobec sektora rządowego i samorządowego (o ponad 18%, do 20,6 mld zł). W rezultacie ich udział w strukturze pasywów zmniejszył się z 13,6% w 2022 r. do 9,8% w 2023 r.

Sytuacja płynnościowa sektora spółdzielczego była nadal korzystna. Kontynuowany był wzrost udziału aktywów płynnych, które na koniec 2023 r. stanowiły prawie 51% aktywów banków spółdzielczych. W ich strukturze główną pozycję, podobnie jak w poprzednich latach, zajmowały bony pieniężne NBP oraz skarbowe papiery wartościowe, które łącznie stanowiły ponad 87 aktywów%. Relacja kredytów dla sektora niefinansowego do depozytów od 2020 r. kształtuje się poniżej 50% (44,3% w 2023 r.).

Na koniec 2023 r. wszystkie banki spółdzielcze spełniały normę płynności krótkoterminowej (LCR) i długoterminowej (NSFR). Dotyczyło to zarówno tych banków, które są zobowiązane do utrzymywania wskaźnika na bazie indywidualnej, jak i uczestników IPS, spełniających normę na bazie skonsolidowanej.

Wyniki finansowe

W 2023 r. poprawiła się zyskowność banków spółdzielczych. Wynik finansowy netto sektora banków spółdzielczych wyniósł 4,7 mld zł, co stanowiło 17% wyników całego sektora bankowego. W porównaniu z 2022 r. zysk był o prawie 50% wyższy oraz najwyższy w historii, co przełożyło się m.in. na dalszy wyraźny wzrost zyskowności aktywów (wykres VI.A). Podobnie jak w 2022 r. tylko jeden bank odnotował stratę (w 2021 r. takich banków było 16).

Korzystnie na wyniki sektora banków spółdzielczych wpłynęły: wzrost dochodów odsetkowych (o 16,3%), spadek salda odpisów na ryzyko kredytowe (o 39%) oraz wyraźnie niższa dynamika kosztów działania w porównaniu z wynikiem z działalności bankowej. Poprawa wyniku odsetkowego była efektem utrzymujących się relatywnie wysokich stóp procentowych. Jednocześnie banki spółdzielcze nie ponosiły kosztów ryzyka prawnego związanego z portfelem walutowych kredytów mieszkaniowych, które w znacznym stopniu wpływały na wyniki banków komercyjnych.

Wobec istotnego przyrostu dochodów odsetkowych wskaźniki zyskowności i efektywności kosztowej sektora banków spółdzielczych uległy dalszej poprawie (tabela I). Wskaźnik marży odsetkowej NIM wzrósł do 5,5% i był wyraźnie wyższy niż w sektorze banków komercyjnych – 3,2%. Również wskaźniki ROA i ROE dla sektora były, podobnie jak w rok wcześniej, lepsze niż dla banków komercyjnych. Na tle banków komercyjnych banki spółdzielcze nadal charakteryzowały się wysokim udziałem wyniku odsetkowego w wyniku z działalności bankowej (90% wobec 79% dla banków komercyjnych). Przekładało się to na większą wrażliwość ich wyników na zmiany stóp procentowych, co może mieć negatywny wpływ na te podmioty w okresie spadku stóp procentowych.

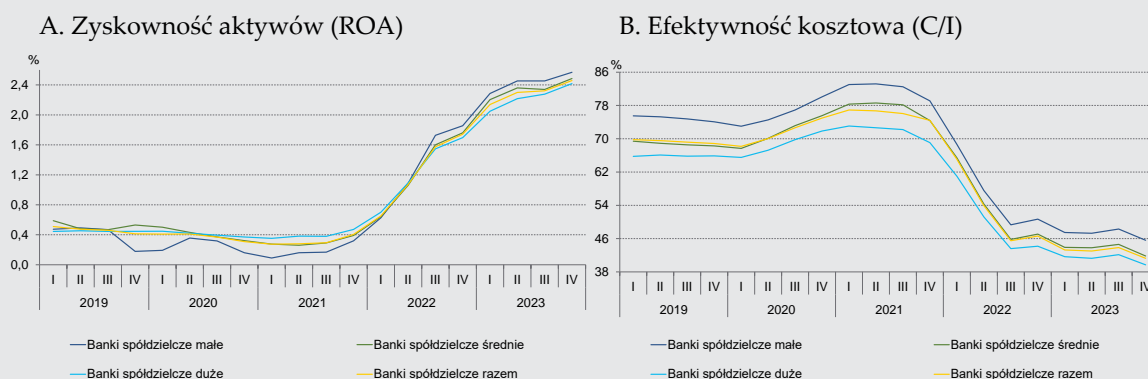
Wyższy wzrost wyniku z działalności bankowej w porównaniu z kosztami działania spowodował dalszy spadek wskaźnika C/I z 46,7% w 2022 r. do 41,4% na koniec 2023 r. (tabela I). W efekcie wskaźnik ten znalazł się na historycznie niskim poziomie. Natomiast relatywnie wysoka pozostała relacja kosztów operacyjnych do aktywów, która była wyższa niż w sektorze banków komercyjnych (2,5% wobec 1,6%). Najślabszą efektywnością kosztową nadal charakteryzowały się małe banki spółdzielcze, a najlepszą korzystające z efektu skali duże podmioty (wykres VI.B). Jednocześnie począwszy od II połowy 2022 r. w przypadku małych banków obserwowany był szybszy wzrost wskaźnika ROA w porównaniu z pozostałymi bankami spółdzielczymi.

Tabela I. Wybrane wskaźniki operacyjne banków spółdzielczych w latach 2019–2023 (w %)

	2019	2020	2021	2022	2023
Odsetek przeciętnych aktywów					
Wynik z tytułu odsetek	2,72	2,11	1,90	4,99	5,51
Wynik nieodsetkowy	0,76	0,69	0,68	0,66	0,62
- wynik z tytułu opłat i prowizji	0,70	0,65	0,63	0,62	0,57
- przychody z tytułu dywidend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej ¹	0,06	0,04	0,05	0,04	0,05
Wynik działalności bankowej	3,48	2,80	2,59	5,66	6,13
Koszty działania banku	2,27	2,10	1,82	2,6	2,52
Amortyzacja	0,13	0,12	0,10	0,10	0,11
Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów	0,56	0,28	0,17	0,75	0,44
Wynik finansowy brutto	0,59	0,42	0,53	2,26	3,11
Wynik finansowy netto	0,41	0,31	0,42	1,74	2,46
Odsetek wyniku z działalności					
Wynik z tytułu odsetek	78,1	75,3	73,6	88,3	89,9
Wynik nieodsetkowy	21,9	24,7	26,4	11,7	10,1
- wynik z tytułu opłat i prowizji	20,2	23,1	24,3	11,0	9,2
- przychody z tytułu dywidend	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej ¹	1,6	1,6	2,0	0,7	0,8
Koszty działania banku	68,9	79,2	74,4	46,7	41,4
Amortyzacja	3,8	4,2	3,9	1,8	1,8
Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów	16,0	9,9	6,6	13,3	7,2
Wynik finansowy brutto	16,9	15,2	20,6	39,9	50,6
Wynik finansowy netto	11,8	10,9	16,1	30,7	40,1
Odsetek przeciętnych funduszy podstawowych					
Wynik finansowy brutto	7,2	5,4	7,2	31,2	39,1
Wynik finansowy netto	5,0	3,9	5,6	24,0	31,0

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

Źródło: NBP.

Wykres VI. Wskaźniki efektywności w bankach spółdzielczych w latach 2019–2023

Źródło: NBP.

W długim okresie negatywny wpływ na koszty ma przyjęty przez bankowość spółdzielczą model bankowości relacyjnej. Opierając się na tradycyjnych kanałach dystrybucji, sektor spółdzielczy charakteryzuje się bowiem nieproporcjonalnie dużym poziomem zatrudnienia w stosunku do aktywów oraz dużą liczbą placówek, generujących stałe koszty.

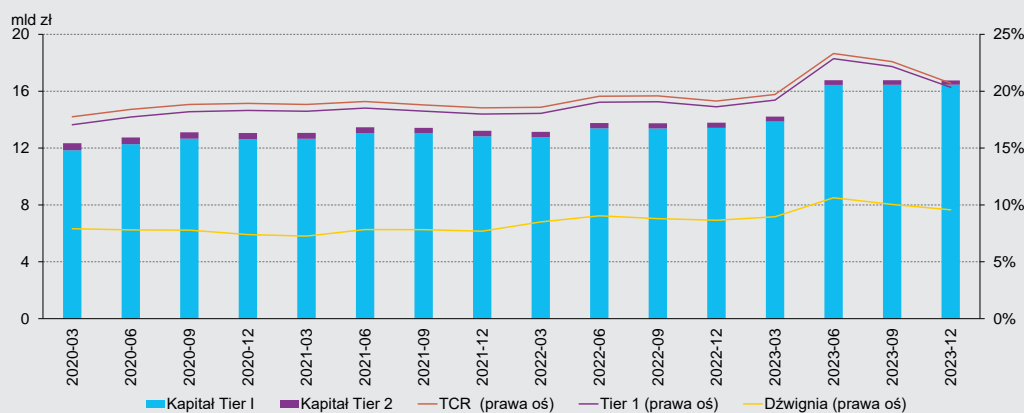
Pozycja kapitałowa

Adekwatność kapitałowa sektora banków spółdzielczych uległa w ciągu 2023 r. dalszemu wzmocnieniu. Było to efektem wyższej dynamiki przyrostu funduszy własnych w stosunku do łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko (odpowiednio: 21,6% w porównaniu z 12,4%). Kontynuowana poprawa zyskowności banków spółdzielczych korzystnie wpłynęła na ich zdolność do wewnętrznej budowy kapitału Tier 1 przez zyski zatrzymane. Ich fundusze własne wzrosły o prawie 3 mld zł, do 16,8 mld zł, co wynikało przede wszystkim z zaliczenia zysku za 2022 r. do kapitału rezerwowego. W strukturze funduszy dominował kapitał Tier 1 (wykres VII), a jego udział zwiększył się kolejny rok z rzędu i wyniósł 98,2%.

Łączny współczynnik kapitałowy sektora wzrósł do 20,7%⁵, natomiast współczynnik kapitału Tier 1 do 20,3%, wobec odpowiednio: 19,1% i 18,6% rok wcześniej (wykres VII). Oba wskaźniki były wyższe niż dla banków komercyjnych (TCR – 20,4%, Tier 1 – 18,5%). Wskaźnik dźwigni kształtował się na poziomie 9,6% wobec 8,6% w 2022 r.

Na koniec 2023 r. wszystkie banki spółdzielcze spełniały wymóg połączonego bufora oraz dźwigni. Pomimo korzystnych wskaźników sektorowych poziom adekwatności kapitałowej był zróżnicowany w poszczególnych bankach. Niekorzystnie oddziaływała na nią duża cykliczność zysków, stanowiących główne źródło zwiększania funduszy własnych, oraz sukcesywnie spadająca liczba udziałowców. W 2023 r. spadła ona do 857 tys., z 882 tys. rok wcześniej. Spadek liczby udziałowców był wynikiem m.in. braku realnych zachęt do zwiększania zaangażowania finansowego w działanie banku spółdzielczego oraz jednolitej strategii promowania członkostwa w banku spółdzielczym.

Wykres VII. Adekwatność kapitałowa banków spółdzielczych w latach 2020–2023



Źródło: NBP.

¹ Według stanu na koniec 2023 r. banki spółdzielcze dysponowały siecią ponad 3 tys. placówek, co stanowiło 31% łącznej liczby placówek sektora bankowego.

² W 2023 r. sfinalizowano jedynie 4 łączenia banków spółdzielczych w ramach SSO SGB.

³ W ramach nowej linii kredytowej na poprawę lub utrzymanie płynności finansowej dla podmiotów prowadzących działalność w zakresie obrotu zbożami lub producentów rolnych (tzw. kredyty płynnościowe).

⁴ W porównaniu z 2022 r. wartość zabezpieczeń spadła o 40% (tj. o ponad 580 mln zł).

⁵ W przypadku 255 banków TCR był wyższy od średniej dla sektora banków spółdzielczych. Tylko jeden bank miał TCR poniżej 12%.

4.1.5. Ewolucja struktury sektora bankowego

W strukturze sektora bankowego dominowały krajowe banki komercyjne (tabela 4.1.4). Łączny udział w aktywach sektora bankowego znacznie liczniejszej grupy pozostałych banków, tj. oddziałów instytucji kredytowych (OIK) i banków spółdzielczych (BS), wynosił około 10%. Dziesięć banków, w tym sześć kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych, głównie z krajów UE, posiadało status tzw. innej instytucji o znaczeniu systemowym (OSII)¹⁶². Banki OSII obejmowały około 63% aktywów sektora (wykres 4.1.24).

Krajowe banki komercyjne w zdecydowanej większości prowadziły działalność o charakterze uniwersalnym, tj. świadczyły usługi w pełnym zakresie na rzecz przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Skala bankowości specjalistycznej, reprezentowanej m.in. przez banki hipoteczne, samochodowe i typu *consumer finance*, pozostawała ograniczona. Banki spółdzielcze prowadziły działalność głównie na obszarach słabiej zurbanizowanych i stanowiły w swoich regionach ważne centra rozliczeniowe, kredytowe i depozytowe dla lokalnych społeczności, w tym rolników, samorządów oraz MSP. Działalność OIK koncentrowała się na obsłudze finansowej zagranicznych przedsiębiorstw inwestujących i prowadzących działalność gospodarczą w Polsce, finansowaniu

¹⁶² Komunikat KNF z 20 listopada 2023 r., zob.: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Przeglad_adekwatnosci_wskaznika_bufora_innej_instytucji_o_znaczeniu_systemowym_86896.pdf.

sprzedaży produktów globalnych korporacji (m.in. samochodów) będących założycielami ich banków macierzystych oraz dystrybucji produktów finansowych. Oddziały instytucji kredytowych w znacznie mniejszym stopniu niż pozostałe banki finansowały swoją działalność depozytami sektora niefinansowego (odpowiednio, około 35% i 67% zobowiązań finansowych).

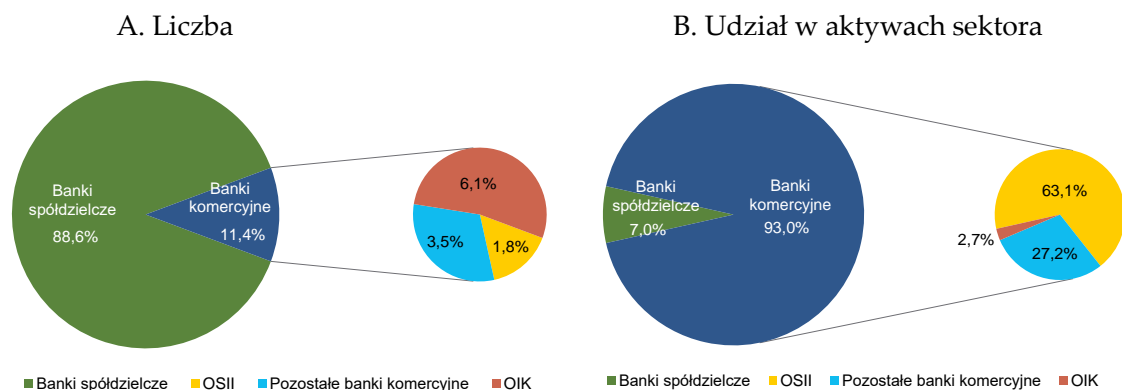
Tabela 4.1.4. Struktura własnościowa sektora bankowego w latach 2019–2023

Liczba banków					
	2019	2020	2021	2022	2023
1. Banki komercyjne	62	66	67	64	63
1.1. Banki krajowe	30	30	30	30	29
1.1.1. Z przewagą kapitału państwowego	8	9	8	9	9
1.1.2. Z przewagą kapitału prywatnego:	22	21	22	21	20
– polskiego	5	5	5	4	4
– zagranicznego	17	16	17	17	16
1.2. Oddziały instytucji kredytowych	32	36	37	34	34
2. Banki spółdzielcze ¹	538	530	511	496	492
Sektor bankowy (1 + 2)	600	596	578	560	555
Udział w aktywach sektora bankowego (w %)					
	2019	2020	2021	2022	2023
1. Banki komercyjne	92,4	92,9	92,8	93,1	93,0
1.1. Banki krajowe	88,9	89,6	89,7	90,1	90,3
1.1.1. Z przewagą kapitału państwowego	40,2	44,4	46,5	48,0	48,8
1.1.2. Z przewagą kapitału prywatnego:	48,7	45,2	43,2	42,1	41,5
– polskiego	6,1	5,2	4,0	2,0	2,2
– zagranicznego	42,6	40,0	39,2	40,1	39,3
1.2. Oddziały instytucji kredytowych	3,5	3,3	3,1	3,0	2,7
2. Banki spółdzielcze	7,6	7,1	7,2	6,9	7,0
Sektor bankowy (1 + 2)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

¹ 307 banków spółdzielczych było członkami Systemu Ochrony Zrzeszenia BPS, a 175 Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB. 10 banków funkcjonowało poza systemami ochrony.

Źródło: NBP.

Wykres 4.1.24. Struktura podmiotowa sektora bankowego w Polsce na koniec 2023 r.

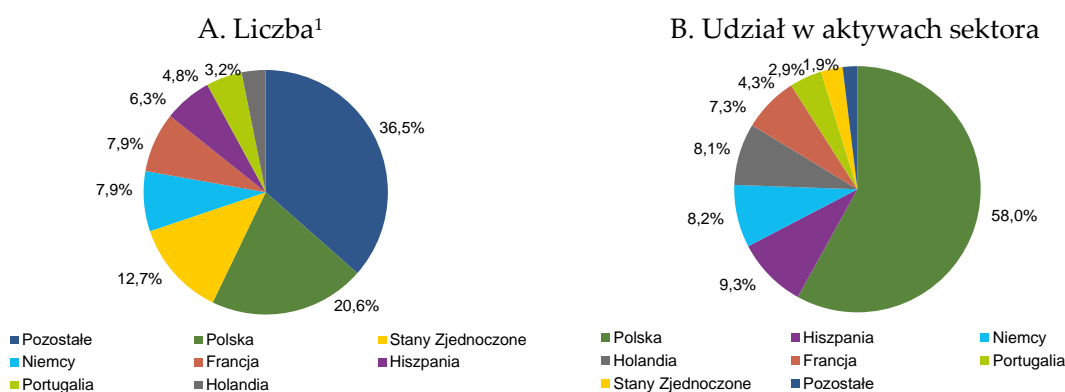


Źródło: NBP.

Zmiany w liczbie działających banków w 2023 r. wynikały głównie z konsolidacji banków spółdzielczych. Liczba banków obniżyła się o cztery w wyniku przejęć i połączeń, których celem była poprawa efektywności działania łączących się podmiotów poprzez wykorzystanie efektu skali i synergii (ramka 4.1.3). Z kolei liczba banków komercyjnych zmniejszyła się w wyniku zakończenia działalności bankowej przez Mercedes-Benz Bank Polska S.A. Liczba i skład grupy oddziałów instytucji kredytowych pozostały bez zmian.

W 2023 r. struktura własnościowa sektora bankowego według kraju pochodzenia inwestora nie zmieniła się istotnie (wykres 4.1.25). Ponad połowa aktywów sektora była kontrolowana przez inwestorów krajowych, przy czym około 49% przez podmioty z udziałem Skarbu Państwa. Podobnie jak rok wcześniej udział banków kontrolowanych przez prywatnych inwestorów krajowych i banków zrzeszających był niewielki (tabela 4.1.4). Udziały podmiotów z sześciu krajów najsilniej zaangażowanych w polskim sektorze bankowym pozostały na niemal niezmiennych poziomach. Ich łączny udział w aktywach sektora wyniósł 40%, zaś udziały 23 podmiotów z pozostałych 12 krajów wyniosły 1,9%.

Wykres 4.1.25. Struktura dominujących inwestorów w sektorze bankowym w Polsce na koniec 2023 r. według krajów pochodzenia kapitału właścicielskiego



¹ Liczba banków kontrolowanych przez inwestorów krajowych bez banków spółdzielczych.

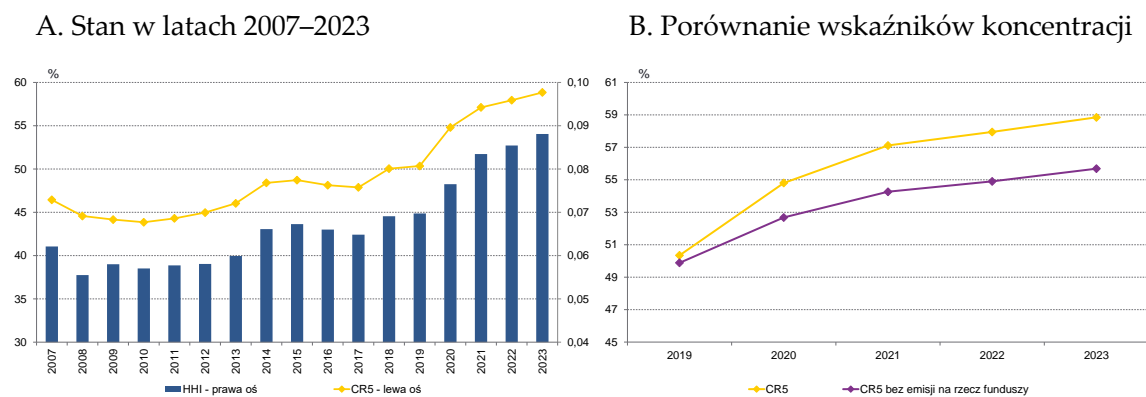
Źródło: NBP.

W analizowanym okresie po raz kolejny zwiększyła się koncentracja sektora bankowego, szczególnie w okresie finansowania rządowych programów, mających na celu przeciwdziałanie gospodarczym skutkom wybuchu pandemii COVID-19 w 2020 r.¹⁶³ Również w kolejnych latach emisje papierów dłużnych, powiększające m.in. bilans BGK (z funduszami, na rzecz których bank dokonywał emisji), wywarły wpływ na wskaźniki koncentracji (wykres 4.1.26). Od 2019 r. udział pięciu największych banków w aktywach całego sektora (CR5) wzrósł o około 9 pkt procentowych do 58,8% w 2023 r. (bez emisji na rzecz funduszy w tym okresie – o 5,9 pkt procentowego do 55,7%), a wskaźnik koncentracji HHI wzrósł o około 0,0184 do 0,0881 (odpowiednio o 0,0107 do

¹⁶³ Więcej informacji w: „Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2020 r.”, NBP, rozdział 5.2.2.2, s. 16.

0,0804). Na tle krajów członkowskich UE sektor bankowy w Polsce należy jednak do najmniej skoncentrowanych¹⁶⁴.

Wykres 4.1.26. Wskaźniki koncentracji sektora bankowego



Uwaga: porównanie wskaźników koncentracji z wyłączeniem emisji obligacji BGK na rzecz funduszy celowych.
Źródło: NBP.

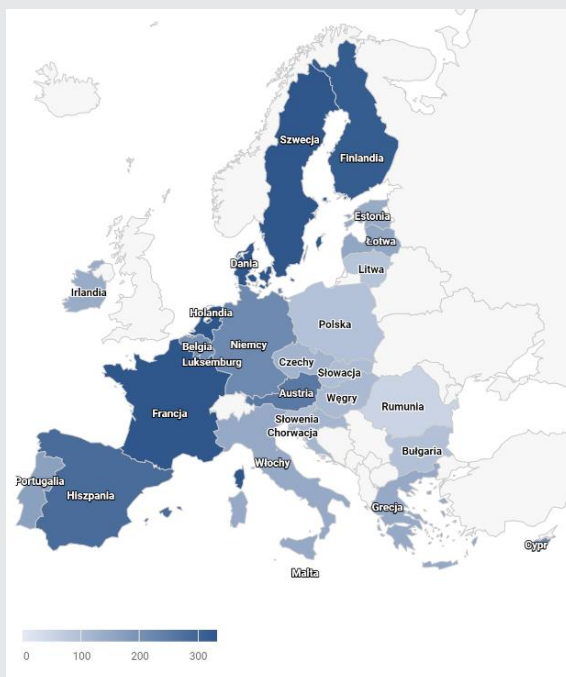
¹⁶⁴ Polska zajmuje 21. i 22. pozycję pod względem, odpowiednio, CR5 i HHI; obliczenia NBP na podstawie ECB Statistical Data Warehouse.

Ramka 4.1.4. Zyskowność sektora bankowego w Polsce na tle sektorów bankowych w innych krajach Unii Europejskiej¹

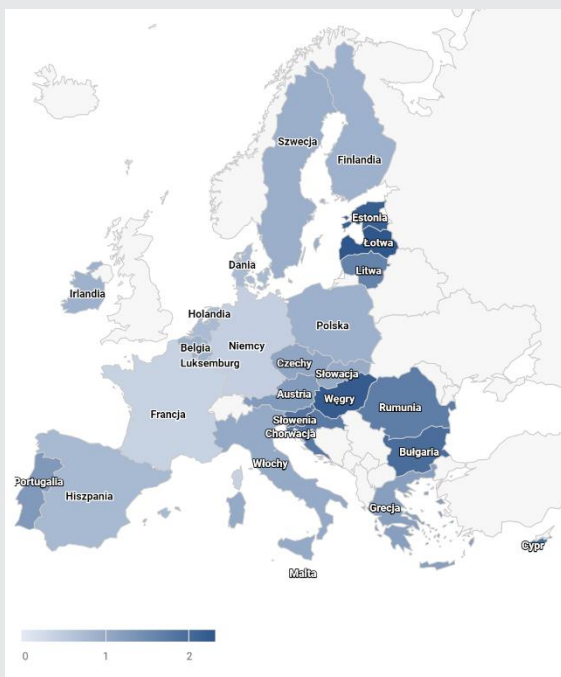
Polski sektor bankowy wciąż pozostaje jednym z najmniejszych w Unii Europejskiej (Rysunek I). Na koniec 2023 r. relacja wartości aktywów tego sektora do PKB pozostała nieco poniżej średniej dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej² (97%) oraz wyraźnie poniżej średnich w krajach strefy euro (239%) i całej Unii Europejskiej (226%)³.

W 2023 r. polski sektor bankowy odnotował nominalnie rekordowe wyniki finansowe. W rezultacie zyskowność polskiego sektora bankowego (zysk w odniesieniu do aktywów) była najwyższa od 2014 r. oraz po raz pierwszy od 2020 r. przewyższyła średnie poziomy dla krajów strefy euro i UE. Jednocześnie jednak stopa zwrotu z aktywów polskiego sektora bankowego była najniższa wśród państw regionu (Rysunek II).

Rysunek I. Aktywa sektora bankowego w relacji do PKB w poszczególnych krajach UE na koniec 2023 r. (w %)



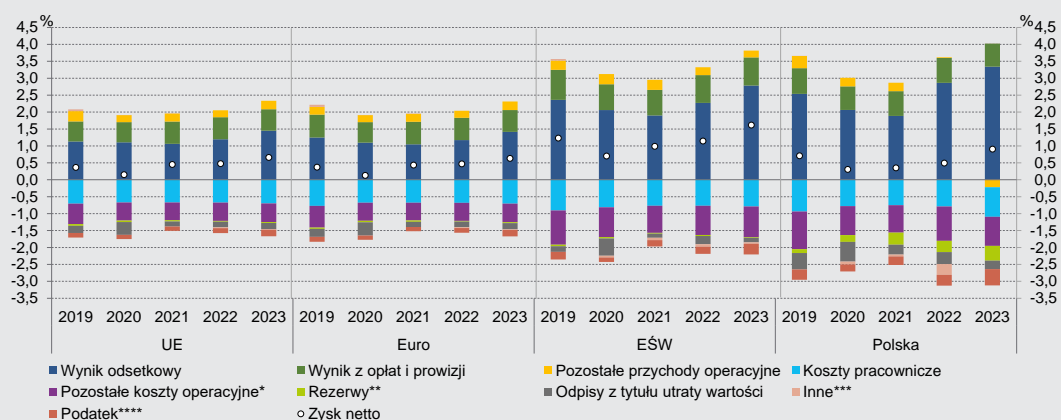
Rysunek II. Stopa zwrotu z aktywów (ROA) w poszczególnych krajach UE na koniec 2023 r. (w %)



Źródło: opracowano na podstawie danych EBC.

W Polsce oraz regionie Europy Środkowo-Wschodniej, wyraźniej niż w pozostałych krajach strefy euro i EU, podstawowym źródłem zysków banków oraz głównym czynnikiem wpływającym na wzrost ich zyskowności była marża odsetkowa netto (Wykres I). Jednocześnie poziom NIM w polskim sektorze bankowym, jak i udział wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej (88%) na koniec 2023 r. były jednymi z najwyższych w Unii Europejskiej, obok krajów bałtyckich (Wykresy II i III). Należy jednak zauważyć, że poprawa zyskowności polskiego sektora bankowego w ostatnich latach była jednocześnie ograniczana przez wyróżniające się na tle UE czynniki, takie jak koszty ryzyka prawnego walutowych kredytów mieszkaniowych czy ustawowych wakacji kredytowych.

Wykres I. Struktura wyników finansowych sektorów bankowych w relacji do ich aktywów w krajach UE w latach 2019–2023



Uwagi do legendy:

* W tym podatek od niektórych instytucji finansowych obowiązujący w Polsce.

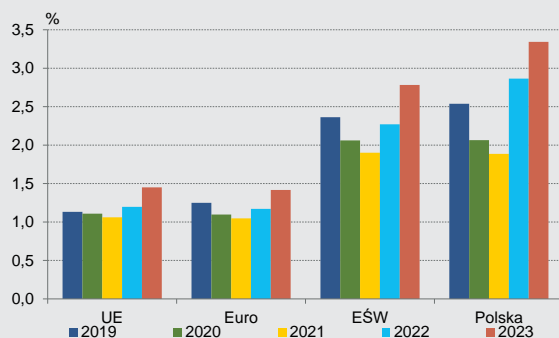
** W tym rezerwy na ryzyko prawne walutowych kredytów mieszkaniowych w polskich bankach.

*** W tym m.in. w Polsce w 2022 r. zyski i straty z modyfikacji obejmujące większość kosztów wakacji kredytowych.

**** Ze względu na ograniczoną dostępność porównywalnych danych kwota podatku została przybliżona jako różnica między pozycjami rachunku zysków i strat „Zysk lub strata przed opodatkowaniem z tytułu działalności kontynuowanej” oraz „Zysk lub strata roku bieżącego”.

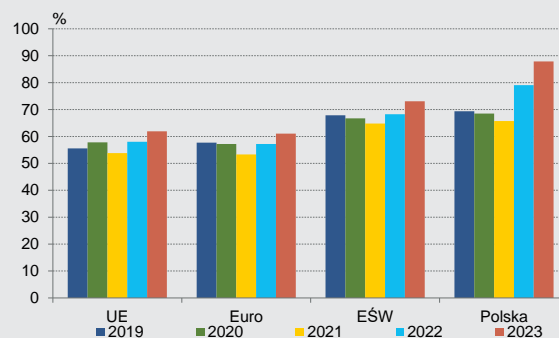
Źródło: opracowano na podstawie danych EBC.

Wykres II. Wynik odsetkowy w relacji do aktywów (NIM) sektorów bankowych w krajach UE w latach 2019–2023

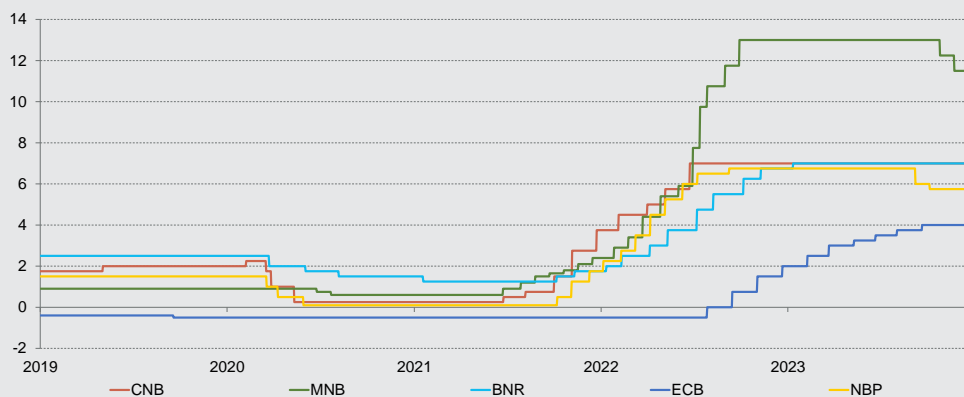


Źródło: opracowano na podstawie danych EBC.

Wykres III. Wynik odsetkowy w relacji do wyniku działalności bankowej sektorów bankowych w krajach UE w latach 2019–2023

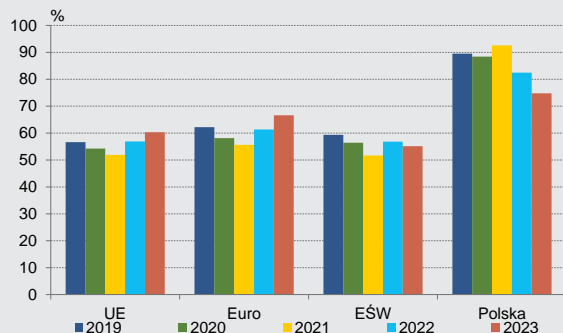


Znaczny wzrost NIM w ostatnich dwóch latach był możliwy dzięki podwyżkom stóp procentowych przez banki centralne, a następnie ich utrzymaniu na relatywnie wysokim poziomie. Skala wzrostu wyników odsetkowych w polskim sektorze bankowym wyróżnia go na tle krajów Europy Środkowo-Wschodniej, choć w latach 2022–2023 stopy procentowe poszczególnych banków centralnych w regionie, za wyjątkiem Banku Węgier, kształtowały się na zbliżonym poziomie (Wykres IV). Wyższe marże odsetkowe netto nie przełożyły się jednak na zyskowność wyższą niż w EŚW ze względu na wspomniane wcześniej większe obciążenia wyniku działalności bankowej.

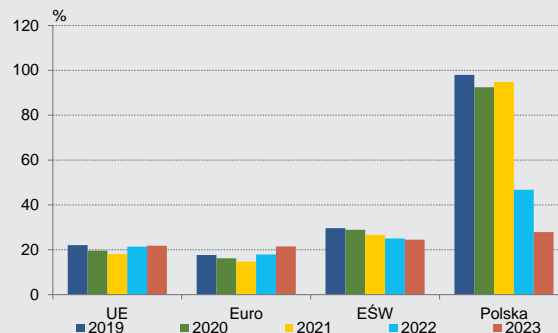
Wykres IV. Główne stopy procentowe banków centralnych w wybranych krajach UE w latach 2019–2023

Uwaga: dla Polski stopa referencyjna NBP, dla strefy euro stopa *deposit facility* EBC, dla Czech stopa *two-week repo rate* CNB, dla Węgier stopa *base rate* MNB, dla Rumunii stopa *policy rate* BNR.

Źródło: dane NBP, EBC, CNB, MNB, BNR.

Wykres V. Udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu w nowych kredytach dla sektora niefinansowego w krajach UE w latach 2019–2023

Źródło: opracowano na podstawie danych EBC.

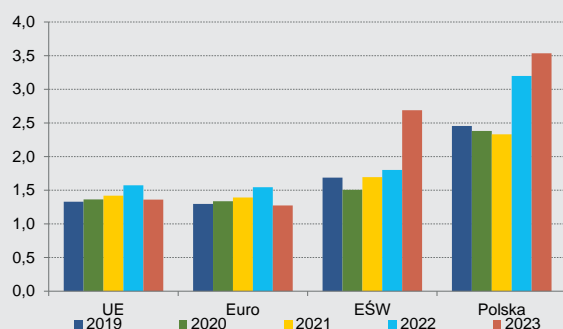
Wykres VI. Udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu w nowych kredytach mieszkaniowych w krajach UE w latach 2019–2023

Struktura portfela kredytowego w polskim sektorze bankowym była jednym z czynników zwiększających wrażliwość marży odsetkowej netto na zacieśnienie polityki pieniężnej w porównaniu do europejskiej średniej. Do 2021 r. ponad 90% nowo udzielonych kredytów dla sektora niefinansowego, znacznie więcej niż w pozostałych krajach Unii Europejskiej, charakteryzowało się zmiennym oprocentowaniem (Wykres V). Odsetek ten zaczął się obniżać w 2022 r., głównie za sprawą portfela kredytów mieszkaniowych – w 2023 r. już tylko około 28% nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych miało zmienne oprocentowanie (Wykres VI), przybliżając w tym względzie polski sektor bankowy do średniej w UE.

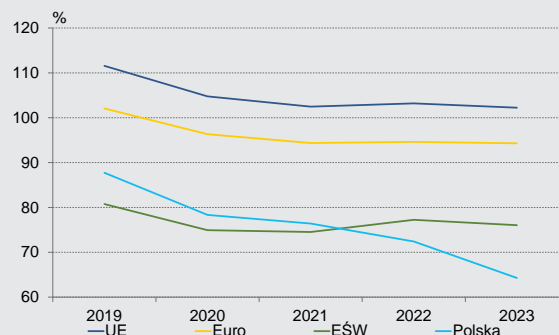
Do osiągnięcia wysokiego wskaźnika NIM przyczyniły się również wyższe marże na działalności z sektorem niefinansowym. Różnice w oprocentowaniu nowych umów kredytowych i nowych umów depozytowych w Polsce były przeciętnie wyższe niż średnio w EU (Wykres VII), a dodatkowo wzrosły, szczególnie w latach 2022–2023, wobec zaostrzenia polityki pieniężnej. Takiej sytuacji sprzyjała m.in. wysoka dostępność depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz niski popyt na kredyt, co razem skutkowało wysoką płynnością polskiego sektora bankowego. Z państw europejskich

podobnie wysokie różnice w oprocentowaniu nowych umów miały sektory bankowe na Cyprze i w Grecji.

Wykres VII. Różnica pomiędzy przeciętnym oprocentowaniem nowych umów kredytowych i depozytowych dla sektora niefinansowego w krajach UE w latach 2019–2023



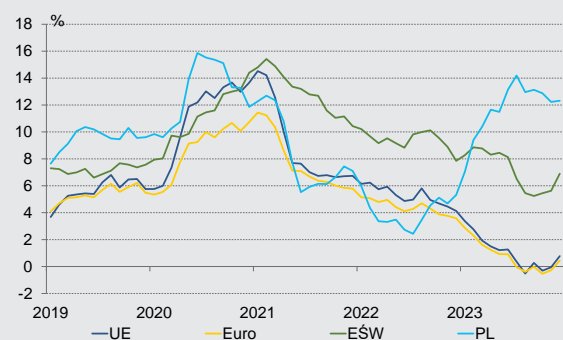
Wykres VIII. Wskaźnik „kredyty do depozytów” sektorów bankowych w krajach UE w latach 2019–2023



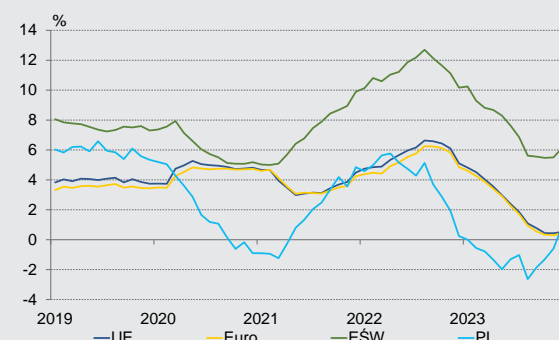
Źródło: opracowano na podstawie danych EBC.

Stosunek kredytów do depozytów w polskim sektorze bankowym systematycznie się obniżał, a na koniec 2023 r. wyniósł ok. 64%, co stanowi jeden z najniższych poziomów w UE (Wykres VIII). Odmienne niż w większości krajów Unii Europejskiej, w latach 2022–2023 w polskim sektorze bankowym zmniejszyła się wartość kredytów dla gospodarstw domowych, a w drugiej połowie 2023 r. również kredytów dla przedsiębiorstw (Wykres X). Z kolei przyrost depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, w szczególności terminowych, był wyraźnie silniejszy niż średnio w pozostałych europejskich sektorach bankowych (Wykres IX), w tym również na skutek wsparcia przedsiębiorstw w pandemii ze środków PFR.

Wykres IX. Roczne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w krajach UE w latach 2019–2023



Wykres X. Roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w krajach UE w latach 2019–2023



Uwaga: dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym. Dane obejmują transakcje we wszystkich walutach, natomiast są wyrażone w euro. Dane dla państwa strefy euro dotyczą transakcji z podmiotami z całej strefy euro, a dane dla państwa spoza strefy euro dotyczą transakcji z podmiotami krajowymi.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych EBC.

Podsumowanie

Sektory bankowe we wszystkich analizowanych grupach państw i średnio w całej UE odnotowały wysokie wyniki finansowe i wzrost zyskowności w 2023 r. Wspólnym dla krajów UE czynnikiem

wspierającym ten wzrost były podwyżki stóp procentowych w latach 2021-2023. Efekt ten był szczególnie silny w krajach EŚW spoza strefy euro, gdzie pierwsze podwyżki miały miejsce wcześniej niż w strefie euro, a stopy procentowe osiągnęły wyższy poziom. W Polsce dodatkowym czynnikiem przyczyniającym się do poprawy zyskowności banków w warunkach zacieśniania polityki pieniężnej był znaczny udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu i wysoka płynność, finansowana głównie łatwo dostępnymi depozytami niefinansowego sektora prywatnego.

¹ Porównania międzynarodowe wykonano na podstawie danych ze statystyki monetarnej EBC (wykresy V, VI, VII, VIII, IX, i X) lub na podstawie danych skonsolidowanych (wykresy I, II i III). Dane skonsolidowane dla danego kraju obejmują krajowy sektor bankowy wraz z filiami i oddziałami zagranicznymi oraz banki/oddziały zagraniczne działające w danym kraju. Taki sposób konsolidacji powoduje, że część danych liczona jest podwójnie (np. bank z większościowym kapitałem portugalskim działający w Polsce wykazywany jest w polskim i portugalskim sektorze bankowym). Ze względu na zastosowanie danych skonsolidowanych niektóre wartości i wskaźniki mogą się różnić od tych przedstawianych w innych częściach opracowania. O ile nie zaznaczono inaczej, w całym tekście ramki średnia w krajach strefy euro, UE i EŚW to średnia ważona aktywami sektora bankowego w danej grupie krajów.

² Dla celów opracowania Europa Środkowo-Wschodnia (dalej EŚW lub kraje regionu) obejmuje następujące kraje: Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Rumunia, Słowacja, Słowenia i Węgry. Na potrzeby porównań sektorów bankowych z grupy EŚW wyłączono Polskę. Skład grupy EŚW częściowo pokrywa się z grupami UE i strefa euro, jednak znacznie mniejsza wielkość sektorów bankowych w nowych krajów członkowskich powoduje, że nie wpływają one znacznie na zagregowane wyniki działalności sektora bankowego UE i strefy euro. Na koniec 2023 r. udział aktywów banków EŚW w sektorze UE wynosił 2,5%, a nowych krajów członkowskich w bankach strefy euro 0,8%.

³ W przypadku relacji aktywów sektora bankowego do PKB podana średnia jest ważona PKB.

4.2. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe

Sektor spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych na koniec 2023 r. stanowił niecałe 0,3% polskiego systemu finansowego według wartości aktywów. Aktywa sektora wyniosły 10,5 mld zł i wzrosły o prawie 4% r/r, co było spowodowane ich wzrostem w największych SKOK-ach (tabela 4.2.1).

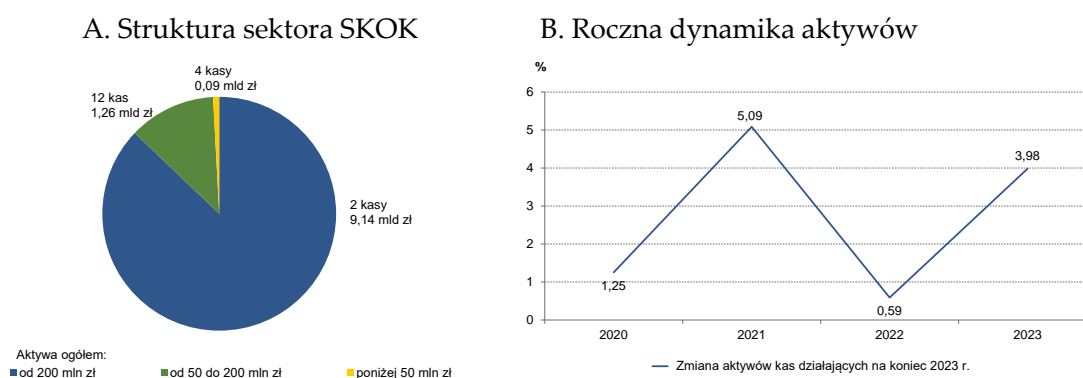
Tabela 4.2.1. Podstawowe dane sektora SKOK w latach 2020–2023

	2020	2021	2022	2023
Aktywa (mln zł)	9 551,5	10 035,0	10 094,2	10 491,4
w tym: aktywa płynne (mln zł)	1 727,30	1 840,70	1 585,70	2 033,76
<i>Wskaźnik rezerwy płynnej (%)</i>	12,60	12,80	10,96	11,02
Kredyty i pożyczki (mln zł)	6 531,40	6 931,60	7 071,80	7 081,41
<i>Udział kredytów zagrożonych (%)</i>	11,60	10,40	11,4	11,3638
Depozyty (mln zł)	8 863,90	9 445,60	9 283,40	9 827,7
Fundusze własne (mln zł)	472,4	380,7	410,5	420,74
<i>Współczynnik wypłacalności (%)</i>	5,2	4,1	4,3	4,4
Wynik finansowy netto (mln zł)	-3,8	7,5	95,0	-48,1
Liczba członków (tys.)	1 375,60	1 351,10	1 348,20	1 350,96
Liczba oddziałów i filii	737	730	718	668
Liczba działających kas	23	22	19	18

Uwaga: dane dla kas działających w wybranych okresach.

Źródło: UKNF.

Wykres 4.2.1. Struktura sektora SKOK według wartości aktywów w 2023 r. (mld zł) i ich roczna zmiana w latach 2020–2023



Źródło: UKNF.

Po latach systematycznego spadku liczby kas procesy konsolidacyjne w sektorze SKOK wyhamowały. Liczba działających kas zmniejszyła się o jeden podmiot i na koniec 2023 r. działalność prowadziło 18 kas. W sektorze utrzymywał się wysoki stopień koncentracji podmiotowej. Udział największych SKOK-ów (o aktywach powyżej 200 mln zł) wynosił na koniec

2023 r. ponad 87%, z kolei aktywa pięciu najmniejszych (poniżej 50 mln zł)¹⁶⁵ niecałe 1% (wykres 4.2.1).

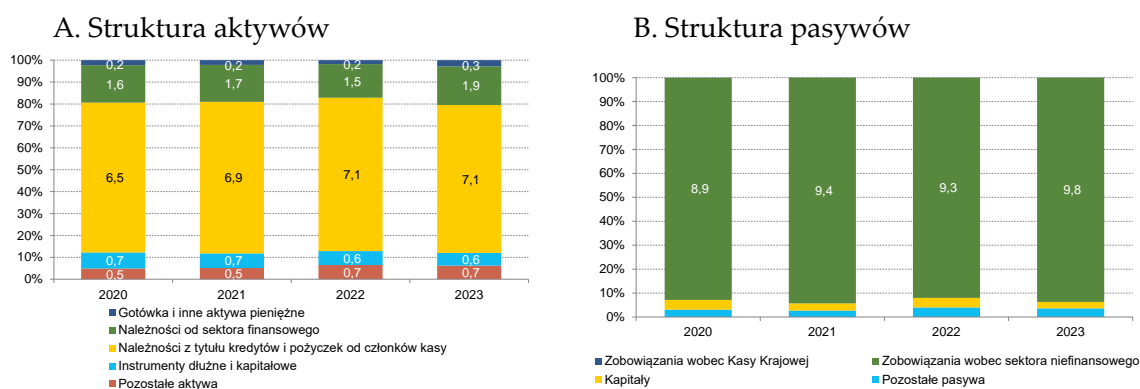
Struktura aktywów i jakość portfela kredytowego

Struktura aktywów sektora SKOK nie zmieniła się istotnie. Dominującą pozycją były należności od członków kas z tytułu kredytów i pożyczek (nieco ponad 67%), których wartość wyniosła około 7,1 mld zł (wykres 4.2.2).

Kredyty konsumpcyjne, stanowiące nadal większość kredytów udzielanych przez kasy (95%), wzrosły o 0,6% i na koniec 2023 r. wyniosły 6,8 mld zł. Z kolei kredyty mieszkaniowe spadły o prawie 12% do 0,2 mld zł (3,5% portfela). Kredyty dla przedsiębiorstw, które na koniec 2023 r. wyniosły 0,08 mld zł, miały śladowy udział (0,11%) w portfelu kredytowym sektora SKOK. W strukturze terminowej przeważały należności z terminem zapadalności powyżej roku.

Drugą co do wartości pozycją aktywów były należności od sektora finansowego (17,7%), na które złożyły się głównie lokaty kas w Kasie Krajowej (1,58 mld zł) oraz w bankach krajowych (0,28 mld zł). Wartość należności od tego sektora wzrosła w ciągu roku prawie o 20% (do 1,85 mld zł), a ich udział o 2,3 pkt procentowego. Udział instrumentów dłużnych i kapitałowych w aktywach SKOK-ów (0,6 mld zł) spadł nieznacznie w stosunku do 2022 r. i wyniósł 5,8%.

Wykres 4.2.2. Struktura aktywów i pasywów kas w latach 2020–2023



Uwaga: dane na wykresach wskazują wartości poszczególnych składników bilansu na koniec danego okresu w mld zł.

Źródło: UKNF.

Jakość należności kredytowych poprawiła się, przede wszystkim dzięki sprzedaży wierzytelności przeterminowanych¹⁶⁶ (wskaźnik kredytów zagrożonych spadł o 0,05 pkt procentowego do niecałych 11,4%). Struktura portfela kredytów z rozpoznaną utratą wartości nie zmieniła się

¹⁶⁵ W tej grupie dwie kasy posiadały status małej kasy, zgodnie z art. 1a pkt 5 ustawy o skok.

¹⁶⁶ W 2023 r. wartość brutto sprzedanych wierzytelności (głównie przeterminowanych powyżej 12 miesięcy) wyniosła 0,54 mld zł, zaś od 2012 r. w sumie około 6 mld zł.

znacząco, 87,9% jego wartości stanowiły kredyty konsumpcyjne, a kredyty na nieruchomości stanowiły 5,8%. Pokrycie kredytów przeterminowanych¹⁶⁷ odpisami zmniejszyło się o 2,9 pkt procentowego do 67,8%, co może oznaczać konieczność zwiększania odpisów w przyszłości.

Pozycja płynnościowa

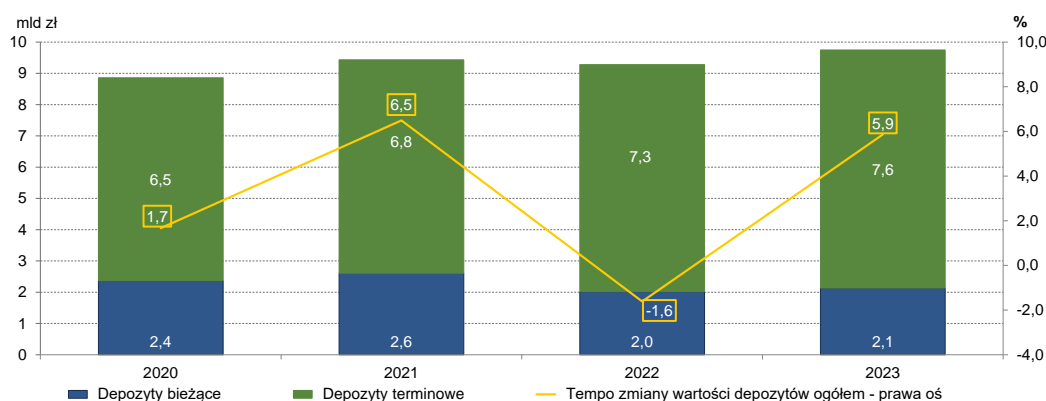
Aktywa płynne kas zwiększyły się o 28,4% i na koniec 2023 r. wynosiły 2,03 mld zł (co pokrywało 20,7% depozytów członków kas). Głównym składnikiem aktywów płynnych pozostawały lokaty w Kasie Krajowej. Podobnie jak w poprzednich latach, w 2023 r. wszystkie kasy utrzymywały wskaźnik rezerwy płynnej powyżej ustawowego minimum 10%, zaś wskaźnik dla całego sektora na koniec roku przekroczył 11%.

Źródła finansowania

Podstawowym źródłem finansowania działalności SKOK-ów pozostawały depozyty członków, przede wszystkim lokaty terminowe osób prywatnych. Wartość depozytów ogółem na koniec 2023 r. wynosiła 9,83 mld zł i w ciągu roku wzrosła o 0,54 mld zł (tj. o 5,9%).

Struktura terminowa depozytów nie uległa znaczącej zmianie. Depozyty bieżące zwiększyły się o 0,12 mld zł, a depozyty terminowe o 0,35 mld zł (wykres 4.2.3). Średnia wartość depozytu na koniec roku wynosiła prawie 18 tys. zł. i w porównaniu z 2022 r. wzrosła o ponad 12%.

Wykres 4.2.3. Struktura i roczne tempo zmian depozytów członków SKOK w latach 2020–2023



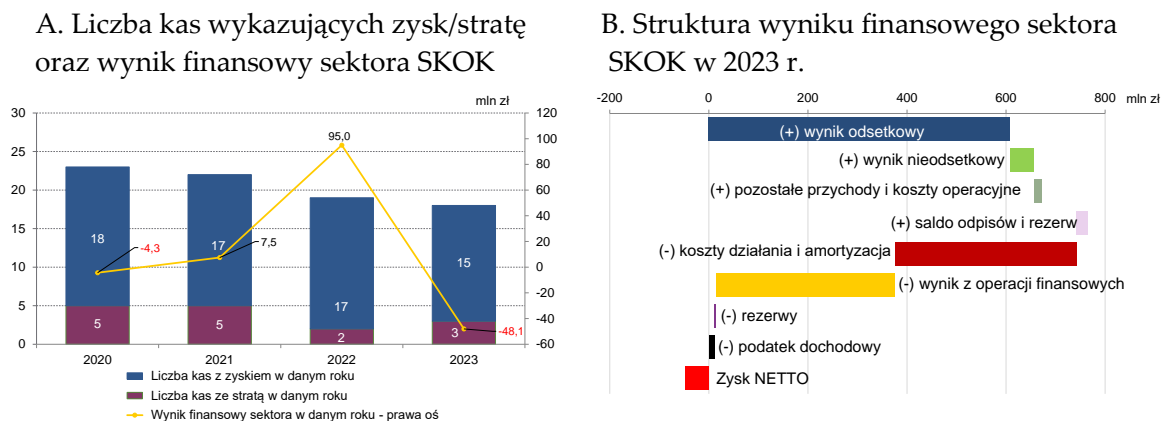
Źródło: UKNF.

Wyniki finansowe

Na koniec 2023 r. sektor wykazał ponad 48 mln zł straty, podczas gdy w poprzednim roku wypracował prawie 95 mln zł zysku (wykres 4.2.4.A). Wynik sektora był zdeterminowany przez największe kasy. Kasy, które wygenerowały w 2023 r. straty, reprezentowały łącznie prawie 82% aktywów sektora. Jednocześnie 15 kas wykazało zysk.

¹⁶⁷ Tzn. opóźnionych w spłacie powyżej 3 miesięcy.

Wykres 4.2.4. Wyniki finansowe sektora SKOK w latach 2020–2023 oraz struktura wyniku finansowego w 2023 r.



Źródło: UKNF.

Głównym czynnikiem determinującym pogorszenie zyskowności sektora w 2023 r. był wyraźny spadek wyników odsetkowych, które stanowiły podstawę osiąganych przez kasy wyników (wykres 4.2.4.B). Duży udział wysoko oprocentowanych depozytów terminowych w depozytach ogółem i ograniczone możliwości pozyskania przez kasy tańszego finansowania spowodowały, że na koniec 2023 r. roczna dynamika kosztów odsetkowych (86%) była wyraźnie wyższa niż przychodów odsetkowych (18%).

Relacja wyniku z działalności podstawowej do kosztów działania pogorszyła się (72% w 2022 r., 125% w 2023 r.). Koszty działania kas (367 mln zł), w tym koszty usług obcych i wynagrodzeń, wzrosły o prawie 11%. Negatywny wpływ na wyniki kas miał również znacznie gorszy (o prawie 99 mln zł) wynik z operacji finansowych. Sytuacja ta wobec słabego wyniku odsetkowego spowodowała, że działalność sektora SKOK była nierentowna.

Fundusze własne i adekwatność kapitałowa kas

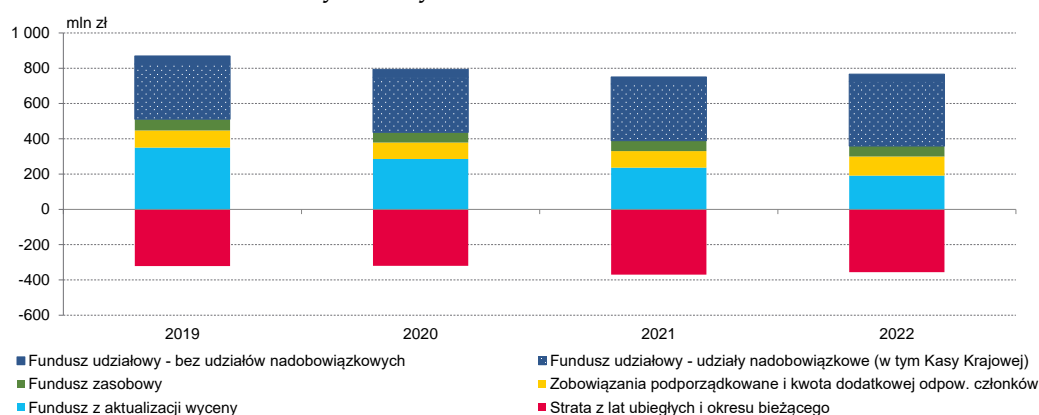
Pozycja kapitałowa sektora SKOK uległa nieznacznej poprawie, jednak sektor nadal wykazywał niedobory kapitałowe. Średni współczynnik wypłacalności w sektorze utrzymywał się poniżej ustawowego minimum i na koniec 2023 r. wyniósł 4,44%. Niedobór kapitałów całego sektora, do osiągnięcia 5% wymogu kapitałowego, wyniósł prawie 53 mln zł i zmniejszył się w porównaniu do 2022 r. o 7,8 mln zł (wykres 4.2.6.A).

Wartość funduszy własnych kas wzrosła o 10,7 mln zł i wyniosła 420,7 mln zł. Pozytywnie wpłynął na to spadek wartości strat z lat ubiegłych o 96,6 mln zł, które w kilku kasach pokryte zostały zyskiem osiągniętym w 2022 r. W konsekwencji fundusz zasobowy pozostał na poziomie 15%

funduszy własnych. Ponadto w 2023 r. o 49,5 mln zł wzrosła wartość zobowiązań podporządkowanych¹⁶⁸ (wykres 4.2.5).

Negatywnie na wartość funduszy własnych wpłynął ponad 31% spadek wartości funduszu z aktualizacji wyceny aktywów, który na koniec 2023 r. wyniósł 131 mln zł. Dodatkowo, nierentowna działalność niektórych kas spowodowała bezpośrednie obciążenie funduszy własnych stratami bieżącymi w kwocie prawie 42 mln zł.

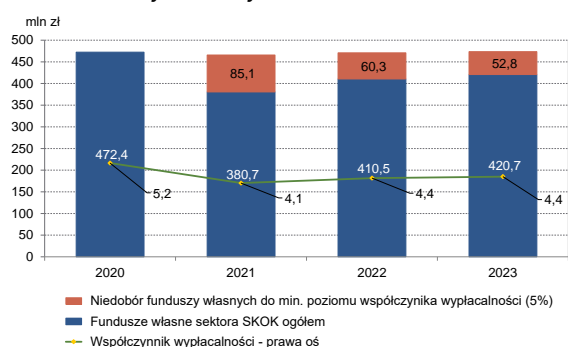
Wykres 4.2.5. Struktura funduszy własnych sektora SKOK w latach 2020–2023



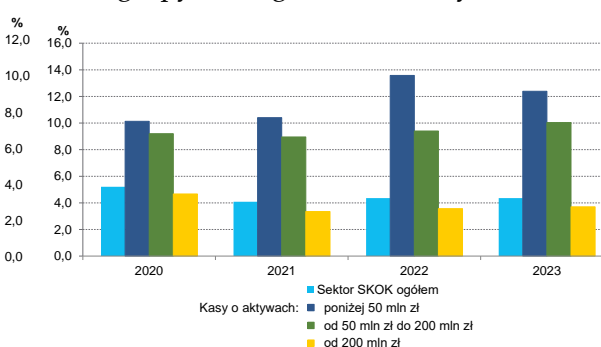
Źródło: UKNF.

Wykres 4.2.6. Fundusze własne i współczynnik wypłacalności sektora SKOK w latach 2020–2023

A. Współczynnik wypłacalności i niedobór funduszy własnych sektora SKOK



B. Współczynnik wypłacalności w podziale na grupy kas wg wielkości aktywów



Źródło: UKNF.

Pozycja kapitałowa poszczególnych kas była zróżnicowana. Najlepszą charakteryzowały się kasy o aktywach poniżej 50 mln zł, wykazujące współczynnik wypłacalności na poziomie nieco ponad 12%. Natomiast najgorzej skapitalizowanymi kasami, ze współczynnikiem znacznie poniżej

¹⁶⁸ W 2023 r. KNF wyraziła zgodę na zaliczenie do funduszy własnych obligacji podporządkowanych, wyemitowanych przez jedną z kas i objętych przez spółkę powiązaną z sektorem skok.

ustawowego minimum, były kasy o aktywach powyżej 200 mln zł (wykres 4.2.6.B). Ich pozycja kapitałowa w 2023 r. nie uległa znaczącej poprawie.

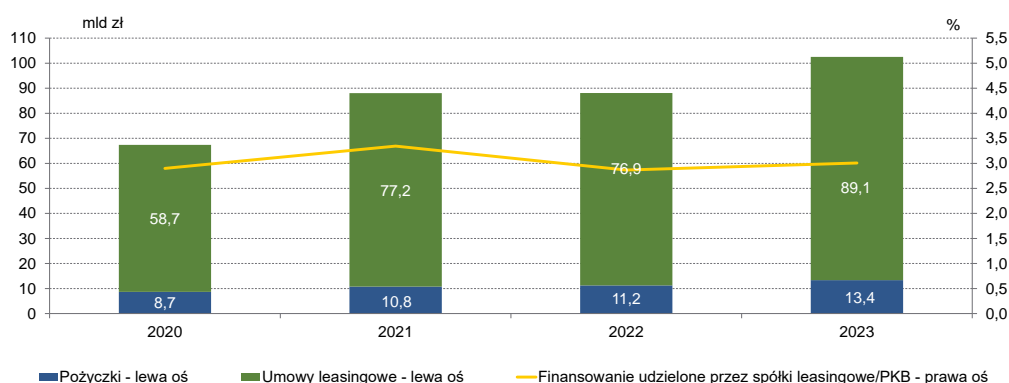
4.3. Instytucje niebankowe świadczące usługi finansowe

4.3.1. Podmioty świadczące usługi leasingu¹⁶⁹

Wielkość rynku

Wartość inwestycji sfinansowanych przez spółki leasingowe w 2023 r. była rekordowa i przekroczyła 100 mld zł, o ponad 16% więcej niż w ubiegłym roku. Struktura tego finansowania pozostała zbliżona do obserwowanej w poprzednich latach – umowy leasingu stanowiły 87%, a pożyczki 13%. Leasing był wykorzystywany głównie do nabycia środków transportu drogowego, podczas gdy środki pochodzące z pożyczek finansowały przede wszystkim zakup maszyn i urządzeń. Wartość portfela przedsiębiorstw leasingowych zwiększyła się o 15% i wyniosła 203,3 mld zł, przy czym ruchomości odpowiadały za ponad 97% tej kwoty. Relacja wartości finansowania udzielonego przez branżę leasingową do PKB Polski nieznacznie wzrosła, z 2,9% w 2022 r. do 3,0% w 2023 r. (wykres 4.3.1).

Wykres 4.3.1. Wartość finansowania udzielonego przez spółki leasingowe w Polsce w latach 2020–2023



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

Źródło: ZPL, GUS.

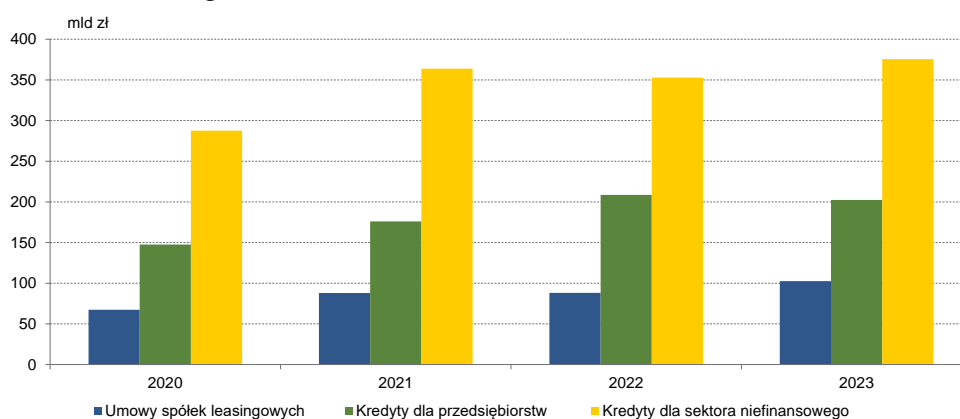
W 2023 r. firmy leasingowe zawarły o około 10% więcej nowych umów niż w roku poprzednim. Transakcje leasingowe były najczęściej podpisywane w PLN (około 72% wartości nowych umów), na okres od 2 do 5 lat (około 81% wartości nowych umów). Struktura klientów przedsiębiorstw leasingowych¹⁷⁰ w ostatnich latach nie zmieniła się istotnie. W dalszym ciągu kluczową grupą kontrahentów były mikro i małe firmy (o obrotach do 20 mln zł) – podmioty te odpowiadały za

¹⁶⁹ W niniejszym opracowaniu korzystano z danych o rynku usług leasingowych w Polsce gromadzonych przez Związek Polskiego Leasingu (ZPL) oraz Główny Urząd Statystyczny (GUS). Prezentowane w rozdziale wartości pochodzą z ostatnich dostępnych publikacji, dlatego mogą różnić się od przedstawionych w poprzednich edycjach raportu.

¹⁷⁰ Struktura klientów firm leasingowych mierzona rocznym przychodem klienta, według ZPL.

około 69% rynku. Udział usługobiorców indywidualnych oraz sektora publicznego nadal pozostawał niewielki i nie przekraczał łącznie 2%. Z kolei w strukturze geograficznej klientów, według danych GUS, dominowały podmioty z trzech województw: mazowieckiego, śląskiego i wielkopolskiego (48% nowo podpisanych umów w 2023 r.). Pod względem wartości nowo zawartych umów leasingu, podobnie jak przed rokiem, dominowały przedsiębiorstwa prowadzące działalność związaną z handlem hurtowym i detalicznym oraz transportem i gospodarką magazynową¹⁷¹ (łącznie około 41% wartości umów). Relacja wartości umów zawartych przez spółki leasingowe w 2023 r. do nowo udzielonych przez banki kredytów dla sektora przedsiębiorstw niefinansowych wzrosła i przekroczyła 50% (wykres 4.3.2).

Wykres 4.3.2. Wartość nowo udzielonych kredytów dla sektora niefinansowego oraz nowo zawartych umów leasingu w latach 2020–2023



Uwaga: wartość kredytów udzielonych w złotych oraz euro, bez umów renegotjowanych. Dane mogą różnić się od zaprezentowanych w poprzednich edycjach raportu ze względu na dokonane korekty.

Źródło: ZPL, NBP.

Krajowy rynek leasingu należy do jednego z największych w Europie (piąty pod względem wartości nowo sfinansowanych aktywów) i charakteryzował się w ostatnich latach stosunkowo szybkim wzrostem oraz rosnącym zainteresowaniem przedsiębiorców¹⁷². Do głównych czynników wpływających na wybór tej formy finansowania przez przedsiębiorców należy zaliczyć szybsze tempo realizacji transakcji w porównaniu z procedurami związanymi z ubieganiem się o kredyt oraz personalizacja i elastyczność w zakresie kształtowania umów, np. co do wysokości raty, okresu obowiązywania, czy wyboru aktywów. Atrakcyjne z punktu widzenia klientów mogą być także dodatkowe usługi oferowane przez leasingodawców w cenie raty, takie jak na przykład serwis przedmiotu leasingu przez profesjonalny podmiot. Firmy leasingowe, ze względu na swoją specjalizację w określonym obszarze, mogą także zapewniać szybszą dostawę środków w porównaniu z indywidualnym zakupem, co z punktu widzenia klienta zainteresowanego niezwłocznym zawarciem umowy i otrzymaniem przedmiotów leasingu może stanowić istotny

¹⁷¹ Według sekcji PKD, dane GUS.

¹⁷² Dane Leaseurope.

czynnik. Kolejną z przesłanek wpływających na wybór leasingu są także aspekty podatkowe. Od 2019 r. przedsiębiorcy mogą zaliczać 100% wydatków z tytułu leasingu samochodu osobowego (m.in. raty leasingowe czy wpłatę początkową) do kosztów uzyskania przychodów, o ile wartość leasingowanego auta wynosi co najwyżej 150 tys. zł (225 tys. zł w przypadku samochodów elektrycznych). Dodatkowo, w przypadku aut wykorzystywanych zarówno w celach służbowych, jak i prywatnych istnieje możliwość zaliczenia do kosztów podatkowych 75% wydatków eksploatacyjnych (np. na zakup paliwa). Leasing samochodu osobowego umożliwia także odliczenie podatku VAT w wysokości uzależnionej od tego, czy jest on użytkowany wyłącznie na cele służbowe czy też prywatnie, przy czym w przypadku leasingu finansowego podatnicy mają obowiązek rozliczyć VAT jednorazowo (z góry), natomiast w leasingu operacyjnym korzystający rozlicza VAT w comiesięcznych ratach¹⁷³.

Na koniec 2023 r. spośród 84 przebadanych przez Główny Urząd Statystyczny przedsiębiorstw, dla 61 działalność leasingowa stanowiła jedyny bądź dominujący rodzaj działalności. Większość podmiotów funkcjonowała w formie spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, a około 30% jako spółki akcyjne. Ponad ¾ badanych firm należała do grup kapitałowych (przede wszystkim grup bankowych). Sieć dystrybucyjna firm leasingowych obejmowała ponad 1,7 tys. oddziałów i autoryzowanych przedstawicielstw.

Łączna wartość aktywów przedsiębiorstw leasingowych, dla których leasing był jedynym bądź dominującym rodzajem działalności przekroczyła na koniec 2023 r. 200 mld zł, co oznaczało wzrost o ponad 9% względem końca ubiegłego roku. W sumie bilansowej dominowały aktywa trwałe, które stanowiły 67% wartości majątku ogółem. Podobnie jak przed rokiem, także i w 2023 r. głównym źródłem finansowania przedmiotów przekazanych w leasing był kapitał obcy, przy czym przedsiębiorstwa leasingowe najchętniej korzystały z kredytów bankowych. Wzrosło także znaczenie środków pochodzących z emisji papierów dłużnych. Podczas gdy w 2022 r. odpowiadały one za około 4% pozyskanego przez te podmioty finansowania, w 2023 r. ich udział przekroczył 8%. Znacznie mniejszą rolę odgrywały natomiast fundusze własne. Ich udział zmniejszył się z około 9% w 2022 r. do około 5% w 2023 r.

Na koniec 2023 r. podmioty branży leasingowej¹⁷⁴ wypracowały dodatni wynik finansowy, jednak ich zysk netto był o ponad 65% niższy niż w 2022 r. (odpowiednio 0,6 mld zł i 1,9 mld zł). W efekcie, rentowność kapitału własnego¹⁷⁵ branży obniżyła się z 15% do 5%. Przeważająca część podmiotów (46) zrealizowała dodatni wynik finansowy (2,1 mld zł) – w ich przypadku rosnące o ponad 50% koszty finansowe (o 1,0 mld zł) zostały zrekompensowane odpowiednio wyższym wzrostem przychodów ze sprzedaży (o 24%, tj. 4,0 mld zł). Z kolei w pozostałych 15 podmiotach wzrost

¹⁷³ *Jakie skutki podatkowe dla firm ma leasing samochodu osobowego*, <https://biznes.gov.pl>.

¹⁷⁴ Dane GUS o sytuacji finansowej firm z branży leasingowej obejmują wyłącznie te przedsiębiorstwa, dla których działalność leasingowa stanowiła jedyny lub dominujący rodzaj działalności.

¹⁷⁵ Wskaźnik rentowności kapitału własnego obliczono jako relację wyniku finansowego netto spółek do kapitału własnego na koniec roku.

kosztów obsługi zadłużenia był jeszcze wyższy (o 87%), co w zestawieniu z niewielkim przyrostem przychodów (o 5%) przełożyło się na stratę netto w kwocie 1,4 mld zł.

Struktura sfinansowanych aktywów

Środki pozyskiwane zarówno z umów leasingu, jak i pożyczek wykorzystywane były przez usługobiorców przede wszystkim do zakupu ruchomości (tabela 4.3.1). Głównym rodzajem aktywów finansowanym przez firmy leasingowe były pojazdy lekkie¹⁷⁶ (50,2 mld zł), przy czym auta osobowe zanotowały wzrost względem ubiegłego roku o 36%, a dostawcze o 26%. Liczba transakcji związanych z tego rodzaju aktywami była wyższa o prawie 27% niż w 2022 r., a ich średnia wartość wyniosła 144 tys. zł (wzrost o około 6%). Z finansowania zakupu pojazdów lekkich korzystali najczęściej klienci, których roczne obroty nie przekraczały 5 mln zł. Mimo wzrostu wartości finansowania pojazdów ciężarowych¹⁷⁷ o 5% (do 22,6 mld zł), branża leasingowa odnotowała spadek liczby transakcji w tym segmencie rynku. Wśród tego rodzaju aktywów największe znaczenie miały pojazdy wykorzystywane do transportu drogowego towarów. Zanotowały one wzrost finansowania o około 10%. Z kolei wśród maszyn i urządzeń niezmiennie dominowały maszyny rolnicze oraz sprzęt budowlany, choć liczba transakcji w tym segmencie rynku obniżyła się o 8%.

Tabela 4.3.1. Aktywa sfinansowane przez spółki leasingowe w latach 2020–2023

	Wartość (w mld zł)				Struktura (w %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Środki ruchome, w tym:	66,5	87,2	87,5	101,8	98,7	99,1	99,3	99,3
- maszyny i urządzenia	19,7	24,7	25,1	25,0	29,2	28,1	28,4	24,4
- komputery i sprzęt biurowy	1,0	1,0	1,1	1,0	1,5	1,2	1,2	1,0
- środki transportu kolejowego, powietrznego, wodnego	1,0	1,4	1,1	1,7	1,5	1,6	1,2	1,6
- środki transportu drogowego, w tym:	44,3	59,4	59,6	73,6	65,7	67,5	67,6	71,8
- samochody osobowe	26,6	32,7	31,2	42,5	39,5	37,2	35,4	41,5
Nieruchomości	0,9	0,8	0,6	0,7	1,3	0,9	0,7	0,7
Środki ruchome i nieruchomości ogółem	67,4	88,0	88,1	102,5	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: ZPL.

W 2023 r. roku obserwowano również istotny wzrost wartości środków przekazanych w celu zakupu środków transportu kolejowego, wodnego i powietrznego (o 54%), głównie w formie umów leasingowych. Nominalna wartość udzielonego na ten cel finansowania nadal pozostawała jednak istotnie niższa niż w przypadku innych segmentów rynku. Mimo wzrostu (o 11%) zanotowanego w segmencie nieruchomości, skala finansowania tego rodzaju składników

¹⁷⁶ Do kategorii pojazdów lekkich, według danych ZPL zalicza się: pojazdy osobowe oraz pojazdy dostawcze i ciężarowe do 3,5 tony.

¹⁷⁷ Do kategorii pojazdów ciężarowych, według danych ZPL zalicza się: pojazdy ciężarowe o masie całkowitej powyżej 3,5 tony, ciągniki siodłowe, naczepy i przyczepy oraz autobusy.

majątkowych przez podmioty z branży leasingowej nadal pozostawała relatywnie niewielka (0,7 mld zł).

4.3.2. Podmioty świadczące usługi faktoringu¹⁷⁸

Wielkość rynku

Według danych GUS wartość wierzytelności nabytych przez krajowe podmioty świadczące usługi faktoringu na koniec 2023 r. wzrosła do 500,0 mld zł, z 468,2 mld zł w 2022 r. (wykres 4.3.3). W porównaniu z 2022 r. tempo wzrostu istotnie wyhamowało (do 6,8%). Było to efektem spowolnienia wzrostu gospodarczego, które oddziaływało na branżę korzystającą z usług firm faktoringowych. W 2023 r. liczba wykupionych faktur zwiększyła się o 3,2 mln (do 27,1 mln). Ponadto podmioty udzielające wsparcia płynnościowego mogły podwyższyć limity faktoringowe dla przedsiębiorstw, m.in. dzięki wykorzystaniu gwarancji spłaty limitu faktoringowego, której w 2023 r. udzielał Bank Gospodarstwa Krajowego¹⁷⁹.

Relacja wartości wykupionych wierzytelności do PKB zmniejszyła się, z 15,5% w 2022 r. do 14,7% w 2023 r.¹⁸⁰. Tym samym zbliżyła się do średniej dla krajów europejskich, która wyniosła 13,3%¹⁸¹. Krajowy rynek usług faktoringowych pozostał na 7. miejscu w Europie pod względem wartości wykupionych wierzytelności, a na faktorów z Polski przypadało 4,2% wartości faktur skupionych w UE.

Usługi faktoringowe były oferowane przede wszystkim przez banki oraz spółki należące do bankowych grup kapitałowych. Ich łączny udział w obrotach nieznacznie wzrósł, do 88,4% na koniec 2023 r.¹⁸², z czego większość stanowiły jednostki zależne, bowiem banki wypracowały niewiele ponad 10% obrotów¹⁸³. Trzy największe podmioty, które należały do bankowych grup kapitałowych, wykupiły ponad połowę wszystkich wierzytelności sektora.

¹⁷⁸ Dane o rynku usług faktoringowych w Polsce wykorzystane w niniejszym opracowaniu pochodzą z Głównego Urzędu Statystycznego (GUS) oraz Polskiego Związku Faktorów (PZF). W badaniu GUS *Działalność faktoringowa przedsiębiorstw finansowych w 2023 r.*, Warszawa 2024, wzięło udział 46 podmiotów prowadzących działalność faktoringową, tj. 39 wyspecjalizowanych firm faktoringowych oraz 7 banków komercyjnych. Wśród analizowanych firm dla 29 faktoring stanowił jedyny rodzaj działalności, a dla 3 był działalnością dominującą. Dane za 2022 r. prezentowane we wspomnianym opracowaniu dotyczą zbiorowości badanej w 2023 r., dlatego różnią się od danych zamieszczonych w poprzedniej edycji opracowania.

¹⁷⁹ Do 31 grudnia 2023 r. BGK udzielał gwarancji spłaty limitu faktoringowego w ramach Funduszu Gwarancji Kryzysowych. W 2023 r. udzielono 704 gwarancje spłaty limitu faktoringowego na kwotę 3,0 mld zł, podczas gdy w 2022 r. było to odpowiednio 178 gwarancji w kwocie 0,7 mld zł. Dane pochodzą ze *Sprawozdania Zarządu z działalności GK BGK w 2023 r.*

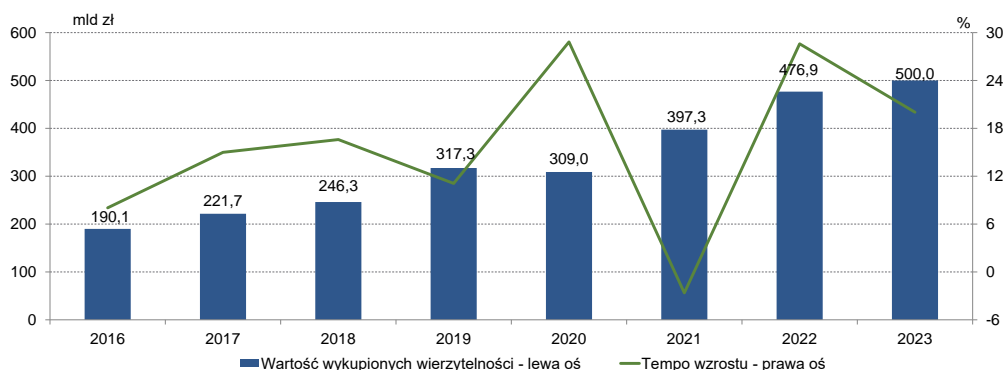
¹⁸⁰ Obliczenia na podstawie danych GUS zawartych w opracowaniu *Działalność faktoringowa...*, op.cit., oraz wartości PKB w 2023 r.

¹⁸¹ Opracowano na podstawie danych EU Federation for the Factoring and Commercial Finance, <https://euf.eu.com/>.

¹⁸² Obliczenia na podstawie danych PZF.

¹⁸³ Zgodnie z danymi GUS banki odpowiadały za 17,5% wartości wykupionych faktur.

Wykres 4.3.3. Wartość wierzytelności wykupionych przez podmioty świadczące usługi faktoringowe w latach 2016–2023



Źródło: GUS.

Przedsiębiorstwa korzystające z usług firm faktoringowych należały głównie do branży handlu hurtowego i detalicznego oraz przetwórstwa przemysłowego. Ich udział w wykupionych wierzytelnościach stanowił 77,3%. W 2023 r., po raz pierwszy, firmy zajmujące się handlem stanowiły także najliczniejszą grupę klientów – co czwarty kontrahent korzystający z usług faktoringowych pochodził z tego sektora gospodarki. Natomiast najbardziej liczna dotychczas grupa firm z branży transportu i gospodarki magazynowej, zmniejszyła swój udział do 21,7%. Niezmiennie, 60% faktorantów stanowiły małe podmioty, dla których wartość obrotów z faktorami była niższa niż 1 mln zł.

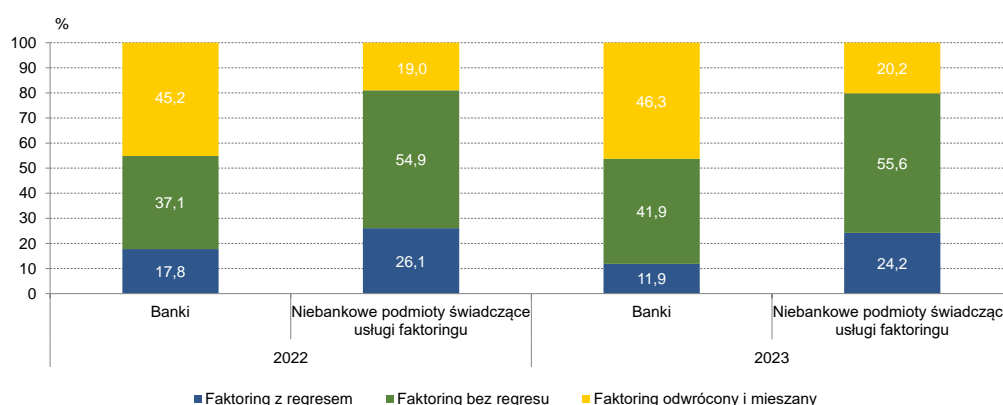
Źródła finansowania działalności faktoringowej różniły się w zależności od podmiotu. Banki do wykupu wierzytelności wykorzystywały środki własne. Natomiast, w przypadku faktoringowych przedsiębiorstw niebankowych najważniejszym źródłem finansowania pozostawały wciąż kredyty i pożyczki. Wartość zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów oraz pożyczek nieznacznie zmniejszyła się i na koniec 2023 r. wyniosła odpowiednio 28,7 mld zł oraz 9,4 mld zł. Ich udział w finansowaniu spadł, kosztem zwiększania emisji papierów dłużnych. W 2023 r. zadłużenie firm faktoringowych z tytułu wyemitowanych obligacji korporacyjnych istotnie wzrosło (o 38,3%) z 4,5 mld zł na koniec 2022 r. do 6,2 mld zł. Podmioty, dla których faktoring był jedyną lub dominującą działalnością, znacznie zwiększyły przychody, z 2,7 mld zł w 2022 r. do 4,1 mld zł w 2023 r. Istotnie wzrósł także (o 250%) wynik finansowy wypracowany przez te instytucje (do 0,64 mld zł).

Struktura faktoringu

Na rynku dominował faktoring krajowy, gdzie zarówno faktorant, jak i kontrahent prowadzili działalność w Polsce. W 2023 r. udział wierzytelności krajowych sięgał blisko 90% skupionych faktur, a jego przewaga nad faktoringiem zagranicznym zwiększyła się. Wynikało to ze spadku wartości wierzytelności, z 54,4 mld zł w 2022 r. do 52,3 mld zł w 2023 r., które banki wykupiły od podmiotów spoza Polski.

W 2023 r., podobnie jak w poprzednich latach, przedsiębiorstwa najczęściej korzystały z usług faktoringu bez regresu (pełnego)¹⁸⁴. Wartość wykupionych wierzytelności w ramach tej usługi wzrosła z 215,0 mld zł w 2022 r. do 237,9 mld zł w 2023 r., zwiększając tym samym jej udział w rynku do 48%. Faktoring pełny dominował w usługach niebankowych firm faktoringowych, podczas gdy w przypadku banków największe znaczenie miał faktoring odwrócony¹⁸⁵ i mieszany¹⁸⁶ (wykres 4.3.4).

Wykres 4.3.4. Struktura wykupionych wierzytelności w faktoringu krajowym w latach 2022–2023



Źródło: GUS.

4.3.3. Firmy pożyczkowe

W Polsce firmy pożyczkowe, obok banków i SKOK-ów, mogą prowadzić działalność polegającą na udzielaniu kredytów konsumenckich osobom fizycznym i pożyczek dla przedsiębiorstw. Wśród tych firm funkcjonują zarówno takie, które finansują swoją działalność kredytami, emisją obligacji lub pożyczkami od podmiotów dominujących, jak i takie, które udzielają pożyczek wyłącznie ze środków własnych. Oznacza to, że część firm pożyczkowych, udzielając pożyczek¹⁸⁷, może dokonywać transformacji terminów zapadalności lub transformacji płynności. Szacuje się, że zadłużenie firm pożyczkowych z tytułu obligacji wyemitowanych na krajowym rynku

¹⁸⁴ Faktoring pełny jest to usługa, w której faktor udziela finansowania skracając okres regulowania należności i przyjmuje na siebie ryzyko niewypłacalności kontrahenta.

¹⁸⁵ Faktoring odwrócony jest to usługa, w której przedsiębiorca wskazuje faktorowi kontrahentów, którzy będą korzystać z takiego finansowania.

¹⁸⁶ Faktoring mieszany to rodzaj faktoringu, który łączy elementy faktoringu z regresem i bez regresu. W warunkach umowy strony ustalają m.in. wysokość limitu, do którego faktor będzie ponosił ryzyko w razie niewypłacalności nabywcy towarów i usług, a po jego przekroczeniu ryzyko przejdzie na faktora.

¹⁸⁷ Wykorzystywane w tym podrozdziale pojęcia pożyczek i pożyczek niebankowych obejmują obie kategorie należności analizowanych firm, tj. kredyty konsumenckie i pożyczki dla przedsiębiorstw.

kapitałowym na koniec 2023 r. wyniosło prawie 276 mln zł¹⁸⁸. Zgodnie z danymi KNF na koniec 2023 r. do prowadzonego przez KNF rejestru firm pożyczkowych udzielających kredytów konsumenckich było wpisanych 413 firm pożyczkowych.

W analizowanym okresie firmy pożyczkowe udzielające kredytów konsumenckich przygotowywały się do wejścia w życie nowych wymogów określonych w ustawie o kredycie konsumenckim¹⁸⁹. Zgodnie z tymi regulacjami podmioty te mogą prowadzić działalność wyłącznie w formie spółki akcyjnej albo spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, w której ustanowiono radę nadzorczą. Instytucje te zostały zobowiązane do zwiększenia minimalnej wysokości kapitału zakładowego z 200 tys. zł do 1 mln zł, przy czym kapitał ten nie może pochodzić z kredytu, pożyczki, emisji obligacji ani ze źródeł nieudokumentowanych. Spełnianie tych wymogów jest warunkiem wpisania podmiotu do wspomnianego prowadzonego przez KNF oraz prowadzenia działalności w tym zakresie. Firmy pożyczkowe, które w dniu wejścia w życie przepisów ustawy o zmianie ustaw w celu przeciwdziałania lichwie¹⁹⁰ (tj. 18 grudnia 2022 r.) prowadziły już wspomnianą działalność, zostały zobowiązane do dostosowania się do nowych wymogów do 31 grudnia 2023 r. Podmioty, które nie dostosują się do wspomnianych wymogów, nie będą mogły prowadzić działalności na rynku kredytów konsumenckich.

W analizowanym okresie firmy pożyczkowe nie były objęte obowiązkiem regularnej sprawozdawczości ani nie podlegały nadzorowi KNF¹⁹¹, np. w zakresie przestrzegania przez te podmioty wymogów odnoszących się do badania oceny zdolności kredytowej konsumentów. Wprowadzenie obowiązkowej sprawozdawczości firm pożyczkowych w kolejnych latach umożliwi monitorowanie ich działalności przez organy państwa. Sprawozdawczość ta będzie cennym źródłem informacji na temat skali działalności tych firm (m.in. liczby i wartości udzielonych kredytów konsumenckich, struktury terminowej i walutowej, źródeł finansowania działalności).

Niekontrolowany rozwój wspomnianych podmiotów w pewnych okolicznościach może generować koszty społeczne, ponieważ zobowiązania wynikające z umów o kredyt konsumencki mogą w przypadku części gospodarstw domowych istotnie ograniczać ich dochody do dyspozycji. Jednocześnie może zwiększać się ryzyko negatywnej selekcji klientów ze względu na ich zdolność

¹⁸⁸ Szacunki na podstawie Rejestru Zobowiązań Emitentów (RZE) prowadzonego przez KDPW. Firmy pożyczkowe nie mogą emitować obligacji w celu pozyskania środków na udzielanie kredytów konsumenckich. Nie istnieją jednak ograniczenia, aby w drodze emisji obligacji pozyskiwały środki na udzielanie pożyczek przedsiębiorstwom.

¹⁸⁹ Art. 7 pkt 6 ustawy z dnia 6 października 2022 r. o zmianie ustawy w celu przeciwdziałania lichwie (Dz.U. z 2022 r., poz. 2339) wprowadzający zmiany w art. 59 ustawy z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 1028 z późn.zm.).

¹⁹⁰ Art. 12 ustawy z dnia 6 października 2022 r. o zmianie ustaw w celu przeciwdziałania lichwie (Dz.U. z 2022 r., poz. 2339).

¹⁹¹ Zgodnie z art. 14 ustawy z dnia 6 października 2022 r. o zmianie ustaw w celu przeciwdziałania lichwie (Dz.U. z 2022 r., poz. 2339) przepisy dotyczące objęcia firm pożyczkowych nadzorem KNF oraz obowiązkiem sprawozdawczym wejdą w życie 1 stycznia 2024 r.

kredytową, a także w pewnym stopniu pośrednio oddziaływać na jakość portfela kredytowego banków. Z danych BIK wynika bowiem, że 76% klientów firm pożyczkowych posiadało na koniec grudnia 2023 r. kredyt w banku.

Dane za 2023 r. na temat wielkości rynku kredytów konsumenckich i pożyczek niebankowych nie są ani kompletne, ani spójne, tzn. zawierają informacje tylko na temat części rynku, a szacunki dotyczące skali działalności i rozwoju sektora firm pożyczkowych są rozbieżne. Wykorzystane w dalszej części tego podrozdziału dane pochodzą z GUS¹⁹², Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce (ZPF)¹⁹³ oraz BIK¹⁹⁴. Źródłem informacji zawartych w tym podrozdziale jest także opracowanie sporządzone przez Fundację Rozwoju Rynku Finansowego (FRRF)¹⁹⁵.

W badaniu GUS dotyczącym działalności firm pożyczkowych w 2023 r. wzięły udział 122 podmioty (w tym 4 współpracujące z bankami). Spośród badanych firm dla 54 udzielanie pożyczek stanowiło jedyny rodzaj działalności, dla 28 była to działalność dominująca. Dla 28 podmiotów udzielanie pożyczek stanowiło uboczny rodzaj działalności. Według danych GUS łączna wartość pożyczek udzielonych przez firmy pożyczkowe w 2023 r. wyniosła 19,6 mld zł i była o prawie 19,8% wyższa niż rok wcześniej (tabela 4.3.2). Na wartość tę złożyły się kredyty konsumenckie dla osób fizycznych w kwocie 12,2 mld zł oraz dla przedsiębiorstw – 7,4 mld zł (badanie GUS nie zawiera informacji na temat wartości portfela firm pożyczkowych na koniec okresu). Wzrostowi wartości udzielonych pożyczek towarzyszyło zwiększenie liczby podpisanych umów. Spośród badanych przez GUS firm pożyczkowych 99 samodzielnie wykonywało działania windykacyjne zagrożonych należności.

Wnioski z badania ankietowego przeprowadzonego wśród kilkunastu firm pożyczkowych należących do ZPF wskazują, że firmy pożyczkowe udzieliły w analizowanym okresie pożyczek o wartości 5,5 mld zł, co stanowiło wzrost o 17% w porównaniu z poprzednim rokiem. Na koniec 2023 r. wartość portfela tych pożyczek wyniosła 3,9 mld zł, tj. prawie o 800 mln zł więcej niż rok wcześniej. Z kolei według danych FRRF firmy te udzieliły w 2023 r. pożyczek o wartości 12,9 mld zł, a stan portfela udzielonych pożyczek na koniec analizowanego okresu wyniósł 7,8 mld zł.

¹⁹² *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2023 r.*, GUS, Warszawa 2024. W materiale GUS dane za 2023 r. zostały zaprezentowane dla zbiorowości będącej przedmiotem badania za 2023 r. i mogą różnić się od danych z poprzedniej edycji opracowania.

¹⁹³ *Sektor instytucji pożyczkowych w Polsce. Raport z badania ankietowego w Polsce 2023 rok*, ZPF, Gdańsk 2023. W badaniu wzięło udział 10 firm pożyczkowych będących członkami ZPF, nie obejmowało ono największej firmy pożyczkowej w Polsce.

¹⁹⁴ *Finansowanie konsumentów przez banki i instytucje pożyczkowe, podsumowanie 2023 r. i perspektywy na 2024 r.*, BIK, 26 stycznia 2023, a także *Informacja prasowa. BIK prognozuje dalszy wzrost akcji kredytowej w 2024 roku po dwucyfrowych zwyżkach w 2023 roku*, BIK, 30 stycznia 2024 (materiały informacyjne dostępne na stronie: <https://media.bik.pl/informacje-prasowe/828055/bik-prognozuje-dalszy-wzrost-akcji-kredytowej-w-2024-roku-po-dwucyfrowych-zwyżkach-w-2023-roku>).

¹⁹⁵ *Rynek pożyczek pozabankowych w 2023 r.*, FRRF, Warszawa, maj 2024.

Tabela 4.3.2. Pożyczki udzielone przez firmy pożyczkowe w latach 2022–2023

	2022	2023
Liczba podpisanych umów (tys.), z tego:	3 762,1	4 424,8
- z osobami fizycznymi	3 566,4	4 056,3
- z przedsiębiorstwami	195,7	368,5
Wartość udzielonych pożyczek (w mld zł), z tego:	16,4	19,6
- osobom fizycznym	8,7	12,2
- przedsiębiorstwom	7,7	7,4

Źródło: *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2023 r. (aneks statystyczny)*, GUS, Warszawa 2024.

Z kolei zgodnie z informacjami BIK firmy pożyczkowe w 2023 r. pożyczyły swoim klientom 14,6 mld zł, a wartość portfela pożyczek na koniec analizowanego okresu osiągnęła 7,7 mld zł. Jej relacja do zadłużenia osób fizycznych z tytułu kredytów konsumpcyjnych udzielonych przez banki na koniec grudnia 2023 r. wyniosła 3,5%. Ponadto z danych BIK wynika, że jakość portfela należności w sektorze firm pożyczkowych była wyraźnie gorsza od jakości portfela kredytów konsumpcyjnych w sektorze bankowym. W pierwszym przypadku opóźnienia w spłacie raty powyżej 90 dni odnotowano w odniesieniu do 23,5% pożyczek udzielonych w latach 2022–2023. Natomiast w przypadku banków wskaźnik ten wyniósł, odpowiednio, 10,6% dla kredytów gotówkowych i 7,0% dla kredytów ratalnych.

Firmy pożyczkowe specjalizują się w udzielaniu kredytów konsumenckich o małych kwotach i na krótkie terminy. Ich klientami są przede wszystkim gospodarstwa domowe. Główną motywacją osób korzystających z finansowania od tych podmiotów jest natychmiastowy dostęp do środków, a także ograniczone możliwości uzyskania krótkoterminowego kredytu w banku. Zaciągnięcie kredytu konsumenckiego pozwalało klientom firm pożyczkowych finansować nieprzewidziane wydatki (np. pokrycie kosztów leczenia) oraz realizować bieżące potrzeby konsumpcyjne (m.in. zakup sprzętu AGD, urządzeń elektronicznych) w sytuacji chwilowego braku gotówki. Z danych ZPF wynika, że średnia wartość pożyczki udzielonej przez firmy pożyczkowe w 2023 r. wyniosła 2,8 tys. zł (według BIK i FRRF, odpowiednio, około 2,2 tys. zł i 3,4 tys. zł). Dla porównania średnia kwota kredytu gotówkowego udzielonego przez bank w 2023 r. wyniosła około 22,3 tys. zł.

Większa skala finansowania udzielonego w 2023 r. przez firmy pożyczkowe przełożyła się na wzrost wartości aktywów tych instytucji z 13,7 mld zł do 15,1 mld zł (tabela 4.3.3). Z danych GUS¹⁹⁶ wynika, że firmy pożyczkowe w analizowanym okresie odnotowały wzrost przychodów netto ze sprzedaży o 1,4%. Jednocześnie o 5,4% wzrosły koszty ich działalności operacyjnej. W rezultacie badane przez GUS podmioty wypracowały 373,0 mln zł zysku netto za 2023 r. (wobec 700,2 mln zł w 2022 r.).

¹⁹⁶ Analiza GUS na podstawie danych o 97 podmiotach udzielających pożyczek ze środków własnych.

Tabela 4.3.3. Podstawowe dane finansowe dotyczące krajowych firm pożyczkowych w latach 2022–2023 (w mln zł)

	2022	2023
Aktywa firm pożyczkowych	13 720,9	15 052,2
Kapitały własne firm pożyczkowych	2 574,9	2 623,1
Przychody netto ze sprzedaży	3 652,3	3 704,1
Koszty działalności operacyjnej	1 925,9	2 029,4
Koszty finansowe	967,3	1 170,8
Zysk netto/strata netto	700,2	373,0

Źródło: *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2023 r.*, GUS, Warszawa 2024.

Według danych ZPF firmy pożyczkowe w ostatnich latach koncentrowały się na sprzedaży internetowej (84,3% pożyczek udzielonych w 2023 r.), natomiast coraz rzadziej oferowały pożyczki z obsługą w domu (5,9% wartości udzielonych pożyczek). W strukturze nowo zawartych umów w 2023 r., w porównaniu z poprzednim rokiem, zwiększył się udział pożyczek z terminem spłaty do 3 miesięcy (z 48,5% do 58,4%), co mogło być związane m.in. z rozwojem usług płatności odroczonej (*buy now, pay later*). Pożyczki udzielone na okres od 3 miesięcy do 1 roku stanowiły 10,0% wartości udzielonych pożyczek, a na okres od roku do 2 lat – 8,9%. Z kolei udział pożyczek z terminem spłaty powyżej 2 lat w wartości nowych umów spadł z 26,5% do 22,7%.

Firmy pożyczkowe dostosowywały swoją działalność do obniżonych limitów określających maksymalną wielkość pozaodsetkowych kosztów kredytu konsumenckiego¹⁹⁷, ograniczając skalę finansowania dla klientów o najbardziej ryzykownym profilu. Do wzmocnienia tej tendencji mogą przyczynić się obowiązujące od 18 maja 2023 r. nowe zasady dokonywania oceny zdolności kredytowej przez firmy pożyczkowe. Podmioty te zostały zobowiązane do korzystania z wiarygodnych zewnętrznych baz danych (m.in. BIK)¹⁹⁸ przy dokonywaniu wspomnianej oceny. Ponadto na firmy pożyczkowe nałożono obowiązek zasilania wspomnianych baz informacjami o udzielaniu kredytu konsumenckiego oraz terminowości spłat.

4.3.4. Pośrednicy kredytowi

Podstawowym przedmiotem działalności pośredników kredytowych jest sprzedaż kredytów i pożyczek udzielanych przez banki, a także pożyczek niebankowych oferowanych przez firmy pożyczkowe. Inne usługi świadczone przez tych pośredników obejmują doradztwo przy zakupie ubezpieczeń, tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych oraz wyborze programów

¹⁹⁷ Zgodnie z art. 36a ustawy z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim pozaodsetkowe koszty dla kredytów konsumenckich o okresie spłaty dłuższym niż 30 dni nie mogą przekroczyć kwoty będącej sumą maksymalnej części stałej kosztów, tj. 10% całkowitej kwoty kredytu, oraz maksymalnej części zmiennej kosztów, zależnej od okresu kredytowania, określonej jako 10% kwoty kredytu rocznie. Z kolei dla kredytów konsumenckich o okresie spłaty krótszym niż 30 dni pozaodsetkowe koszty nie będą mogły przekroczyć 5% kwoty udzielonego kredytu.

¹⁹⁸ Zgodnie z art. 7 pkt 2 oraz art. 14 ustawy o zmianie ustaw w celu przeciwdziałania lichwie.

oszczędnościowych. Najwięksi pośrednicy kredytowi są powiązani kapitałowo z bankami lub grupami finansowymi i działają w skali ogólnopolskiej.

Zgodnie z ustawą o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami¹⁹⁹ KNF prowadzi rejestr pośredników kredytowych, obejmujący pośredników kredytu hipotecznego oraz pośredników kredytu konsumenckiego. Na koniec 2023 r. do tego rejestru wpisanych było 828 pośredników kredytu hipotecznego (w tym 11 podmiotów zagranicznych, korzystających ze swobody świadczenia usług) oraz 42 432 pośredników kredytu konsumenckiego. Działalność pośredników oferujących kredyty hipoteczne podlega nadzorowi KNF. Warunkiem rozpoczęcia działalności przez te podmioty jest uzyskanie przez nie zezwolenia organu nadzoru i wpis do wspomnianego rejestru. Bez zezwolenia mogą funkcjonować pośrednicy kredytu hipotecznego, którzy świadczą usługi wyłącznie na rzecz jednego kredytodawcy. Z kolei podmioty świadczące usługi pośrednictwa w udzielaniu kredytu konsumenckiego nie są objęte nadzorem KNF i nie muszą uzyskiwać zezwolenia na prowadzenie działalności. Są jedynie zobowiązane do uzyskania wpisu do rejestru pośredników kredytowych.

Działalność pośredników kredytowych w 2023 r. pozostawała pod wpływem przede wszystkim słabszego tempa wzrostu gospodarczego oraz relatywnie wysokich stóp procentowych. Wartość kredytów i pożyczek udzielonych przez banki we współpracy z pośrednikami wyniosła 47 mld zł i była o 19% wyższa niż rok wcześniej²⁰⁰. Złożyły się na nią kredyty i pożyczki udzielone osobom fizycznym na kwotę prawie 44 mld zł oraz przedsiębiorstwom na kwotę prawie 3 mld zł (tabela 4.3.4). Najważniejszymi produktami oferowanymi przez pośredników kredytowych były kredyty hipoteczne oraz kredyty i pożyczki gotówkowe. Ich udział w wartości sprzedanych produktów i w liczbie podpisanych umów wyniósł około 97%. Zgodnie z danymi GUS w 2023 r. przy udziale pośredników sprzedano kredyty hipoteczne o wartości 38 mld zł (o 24% więcej niż rok wcześniej), co wynikało przede wszystkim ze zwiększonego popytu gospodarstw domowych na kredyty mieszkaniowe oraz uruchomienia w III kwartale programu „Bezpieczny kredyt 2%”²⁰¹. Oszacowania ZPF również wskazują na silny wzrost wartości kredytów gotówkowych

¹⁹⁹ Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 2245 z późn. zm.). Ustawa ta wprowadziła zmiany w ustawie z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 1028) w odniesieniu do warunków rozpoczęcia i prowadzenia działalności przez pośredników kredytu konsumenckiego i hipotecznego.

²⁰⁰ *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2023 r.*, GUS, Warszawa 2024. Badanie GUS objęło 102 pośredników kredytowych. Dla 60 z nich świadczenie usług pośrednictwa kredytowego stanowiło jedyny rodzaj działalności, dla 29 była to działalność dominująca, a dla 13 uboczna. W przywołanym materiale GUS dane za 2022 r. zostały zaprezentowane dla zbiorowości będącej przedmiotem badania za 2023 r., w związku z czym mogą różnić się od danych z poprzedniej edycji opracowania.

²⁰¹ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kwartał 2023 r.*, NBP, Warszawa 2024.

i hipotecznych udzielonych przez banki we współpracy z pośrednikami zrzeszonymi w tej organizacji²⁰² (wzrost, odpowiednio, o 42,3% i 329,8% w porównaniu z 2022 r.).

Najwięcej umów (48% pod względem wartości) podpisano w placówkach stacjonarnych. Z kolei umowy zawarte za pośrednictwem kanału internetowego lub telefonicznie łącznie stanowiły około 20% wartości wszystkich umów.

Tabela 4.3.4. Kredyty i pożyczki udzielone we współpracy z pośrednikami kredytowymi w 2023 r.

	Liczba podpisanych umów (tys.)		Wartość udzielonych kredytów i pożyczek (mld zł)	
	Osoby fizyczne	Przedsiębiorstwa	Osoby fizyczne	Przedsiębiorstwa
Kredyty i pożyczki ogółem, z tego:	579,2	14,1	44,3	2,7
- gotówkowe	470,9	10,0	6,1	1,3
- hipoteczne	96,8	0,3	38,0	0,3
- samochodowe	1,3	0,9	0,1	0,0
- inne	10,2	3,0	0,1	1,2

Uwaga: ze względu na zaokrąglenia sumy wartości kategorii podrzędnych mogą się nieznacznie różnić od wartości kategorii nadrzędnych.

Źródło: *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2023 r. (aneks statystyczny)*, GUS, Warszawa 2024.

Z danych GUS²⁰³ wynika, że wzrost wartości umów kredytów i pożyczek zawartych w 2023 r. przy udziale pośredników kredytowych przełożył się na zwiększenie się przychodów netto ze sprzedaży o 19% i w efekcie wzrost przychodów ogółem tych podmiotów w porównaniu z 2022 r. Jednocześnie koszty działalności operacyjnej tych podmiotów zwiększyły się o 7%. W rezultacie zysk netto pośredników kredytowych uczestniczących w badaniu GUS w analizowanym okresie wyniósł 141,8 mln zł (wobec straty 53,1 tys. zł rok wcześniej).

4.3.5. Podmioty prowadzące działalność windykacyjną

W 2023 r. na rynku wierzytelności obserwowano wzrost aktywności. Firmy windykacyjne zwiększały linie kredytowe w bankach, a także przeprowadzały emisje obligacji. Przetargi wierzytelności odbywały się bez zakłóceń, a średnie ceny portfeli wierzytelności były wyższe niż rok wcześniej, co wynikało z przewagi popytu nad generowaną głównie przez sektor bankowy podażą oraz lepszej jakości zbywanych portfeli²⁰⁴.

²⁰² Sektor pośrednictwa finansowego w Polsce. I kwartał 2024. Informacja sygnałowa, ZPF, 2024.

²⁰³ Analiza GUS na podstawie danych dotyczących 59 pośredników kredytowych współpracujących z bankami.

²⁰⁴ Zob. m.in. *Sprawozdanie zarządu KRUK S.A. z działalności grupy kapitałowej za 2023 rok*, Wrocław, 26 marca 2024 r., *Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej i spółki BEST S.A. za 2023 rok*, Gdynia, 5 kwietnia 2024 r.

Dane omawiane w dalszej części rozdziału pochodzą z przeprowadzonego przez GUS badania ankietowego przedsiębiorstw prowadzących działalność windykacyjną²⁰⁵. Ze względu na zmieniającą się liczebność badanej populacji i kwestie metodologiczne nie w każdym przypadku możliwa była analiza dynamiki zmian dla całej badanej przez GUS populacji firm windykacyjnych²⁰⁶.

Większość ankietowanych przez GUS przedsiębiorstw prowadziła w 2023 r. działalność w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (49 spółek) albo spółki akcyjnej (22 spółki). Do grup kapitałowych należało 26 firm, przy czym podmiotów dominujących było 8. W strukturze udziałowców dominowali inwestorzy krajowi (75 spółek). Dla 84 przedsiębiorstw przeważającymi udziałowcami były przedsiębiorstwa i osoby fizyczne z sektora niefinansowego. Kilka firm prowadziło działalność zagraniczną.

W 2023 r. firmy windykacyjne przyjęły do obsługi 9,9 mln wierzytelności²⁰⁷ o nominalnej wartości 45,4 mld zł (wykres 4.3.5). Dominowały przyjęte na zlecenie (inkaso), których wartość nominalna stanowiła 61,7% wartości wszystkich wierzytelności przyjętych do obsługi w 2023 r. Łączna nominalna wartość przyjętych wierzytelności konsumenckich²⁰⁸ wyniosła 36,7 mld zł, a korporacyjnych²⁰⁹ – 8,7 mld zł.

Struktura finansowania zakupu wierzytelności nie zmieniła się istotnie w analizowanym okresie. Przeważały wewnętrzne źródła finansowania, a największy udział w ich strukturze miały środki/przychody własne (51,6%). Poza tym firmy windykacyjne często korzystały m.in. z kredytów bankowych (20,2%) oraz emisji obligacji (15,5%).

Największą grupę wierzycieli pierwotnych dla wierzytelności ogółem stanowiły banki (66,0%), firmy pożyczkowe (10,6%) oraz operatorzy telekomunikacyjni, telewizji kablowych i cyfrowych (2,9%). Jednostkowa wartość wierzytelności różniła się istotnie w zależności od wierzyciela. W przypadku zakładów ubezpieczeń oraz operatorów telekomunikacyjnych, telewizji kablowych i cyfrowych wynosiła ona poniżej 2 tys. zł, a w przypadku banków – ponad 5 tys. zł (wykres 4.3.6).

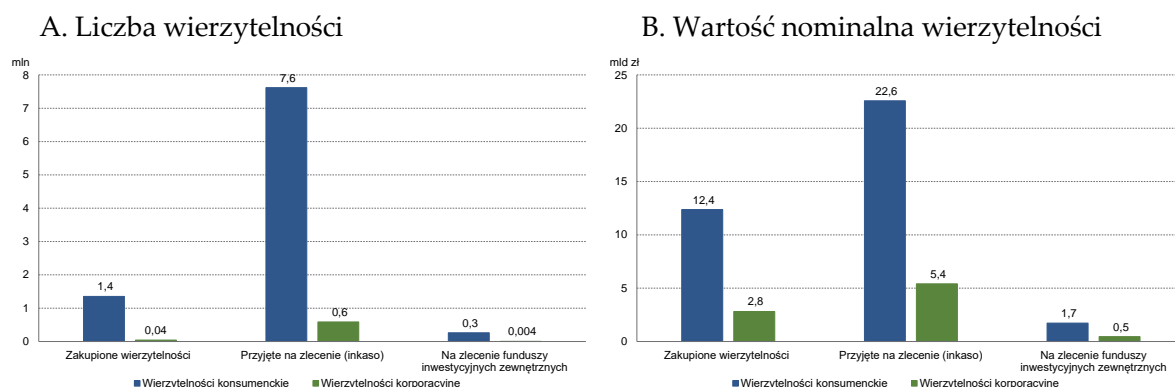
²⁰⁵ *Działalność przedsiębiorstw windykacyjnych w 2023 roku*, GUS, Warszawa, 08.08.2024. Badania GUS prowadzone są w ramach *Programu badań statystycznych statystyki publicznej*.

²⁰⁶ Badaniem za 2023 r. objęto 91 podmiotów, w tym 59 podmiotów, dla których działalność windykacyjna była jedynym rodzajem działalności. Natomiast w 2022 r. w badaniu GUS uczestniczyło 95 podmiotów, w tym 68 prowadzących wyłącznie działalność windykacyjną.

²⁰⁷ Liczba wierzytelności, zgodnie z definicją GUS, to liczba spraw przyjętych do obsługi lub odzyskanych w ciągu całego roku, w tym przez wpływy cykliczne, ratalne.

²⁰⁸ Wierzytelności konsumenckie, zgodnie z definicją GUS, to nieuregulowane zobowiązania gospodarstw domowych (osób fizycznych), w tym gospodarstw indywidualnych w rolnictwie, pracujących na własny rachunek, emerytów i rencistów, utrzymujących się z niezarobkowych źródeł.

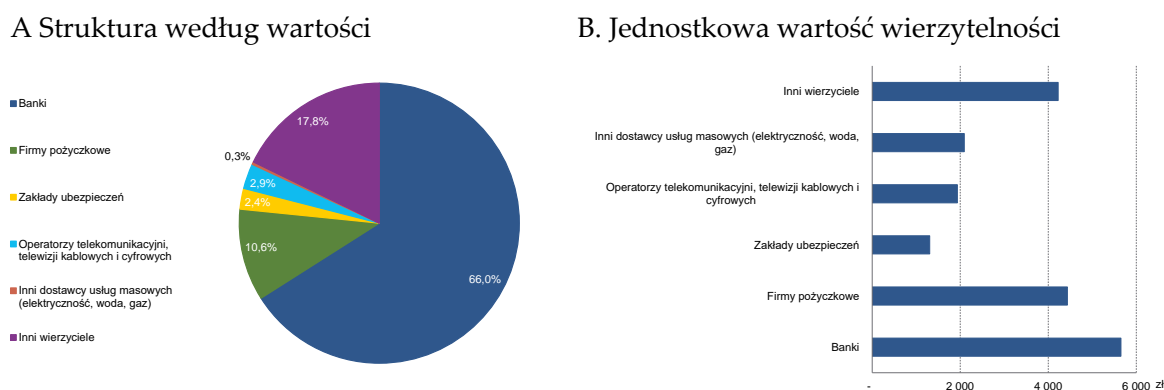
²⁰⁹ Wierzytelności korporacyjne, zgodnie z definicją GUS, to nieuregulowane zobowiązania przedsiębiorstw dotyczące niepłacenia kontrahentom za zakupione towary, materiały lub wykonane usługi. Do tej kategorii zalicza się także nieuregulowane zobowiązania wobec Skarbu Państwa.

Wykres 4.3.5. Liczba i wartość nominalna wierzytelności przyjętych do obsługi w 2023 r.

Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

W 2023 r. firmy windykacyjne odzyskały łącznie wierzytelności o wartości 9,4 mld zł (wykres 4.3.7), w tym prawie 5,0 mld zł stanowiło inkaso. Pod względem wartości dominowały wierzytelności konsumenckie (74,3%). W przypadku wierzytelności korporacyjnych większość stanowiło inkaso.

Na koniec 2023 r. firmy windykacyjne obsługiwały 20,6 mln wierzytelności czynnych o nominalnej wartości 176,1 mld zł. W portfelu dominowały zakupione wierzytelności konsumenckie (wykres 4.3.8).

Wykres 4.3.6. Wierzytelności przyjęte do obsługi w 2023 r. według wierzycieli pierwotnych

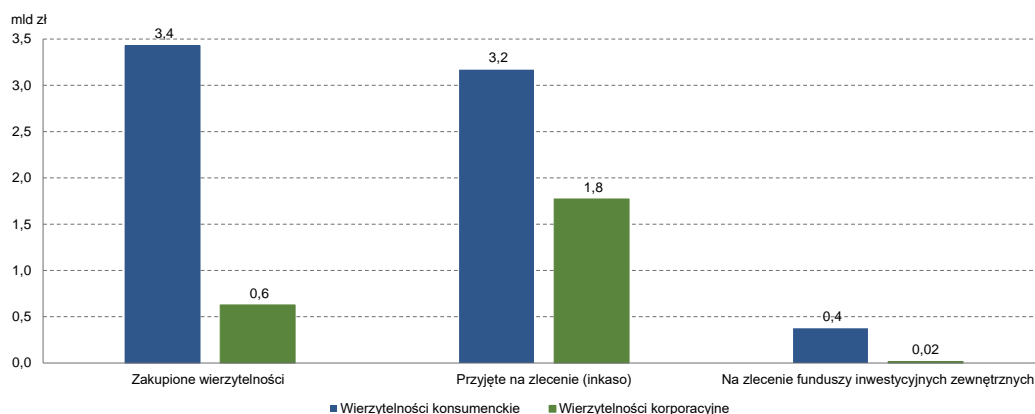
Źródło: obliczono na podstawie danych GUS.

Ożywienie na rynku wierzytelności przełożyło się na wzrost aktywów firm windykacyjnych z 10,5 mld do 12,9 mld zł (tabela 4.3.5). Z danych GUS²¹⁰ wynika, że podmioty odnotowały wzrost przychodów z działalności o 25,3%. Jednocześnie o 26,3% wzrosły koszty z działalności. Badane

²¹⁰ Porównanie wyników finansowych dla lat 2022–2023 z uwagi na metodykę badania GUS jest możliwe tylko dla 73 podmiotów prowadzących pełną rachunkowość.

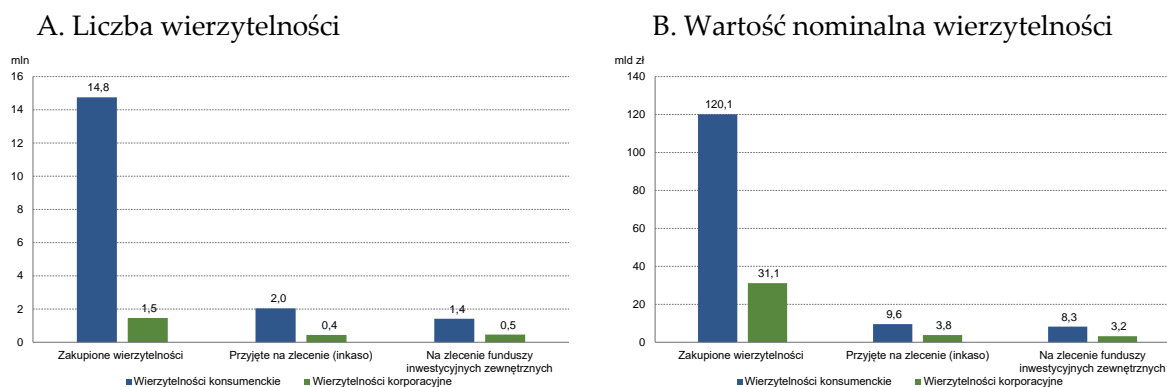
przez GUS firmy windykacyjne wypracowały w 2023 r. 1,4 mld zł zysku netto (wzrost o 22,7% w porównaniu z rokiem poprzednim).

Wykres 4.3.7. Wartość odzyskanych wierzytelności w 2023 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

Wykres 4.3.8. Liczba i wartość nominalna wierzytelności obsługiwanych przez firmy windykacyjne, według stanu na 31 grudnia 2023 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

Tabela 4.3.5. Podstawowe dane finansowe dotyczące podmiotów prowadzących działalność windykacyjną w 2022–2023 (w mln zł)

	2022	2023
Aktywa ogółem	10 447,9	12 884,6
Kapitał własny	5 108,8	5 917,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	5 339,1	6 967,0
Przychody z całokształtu działalności	2 983,1	3 737,1
Koszty z całokształtu działalności	1 783,5	2 252,1
Zysk netto/strata netto	1 130,6	1 386,9

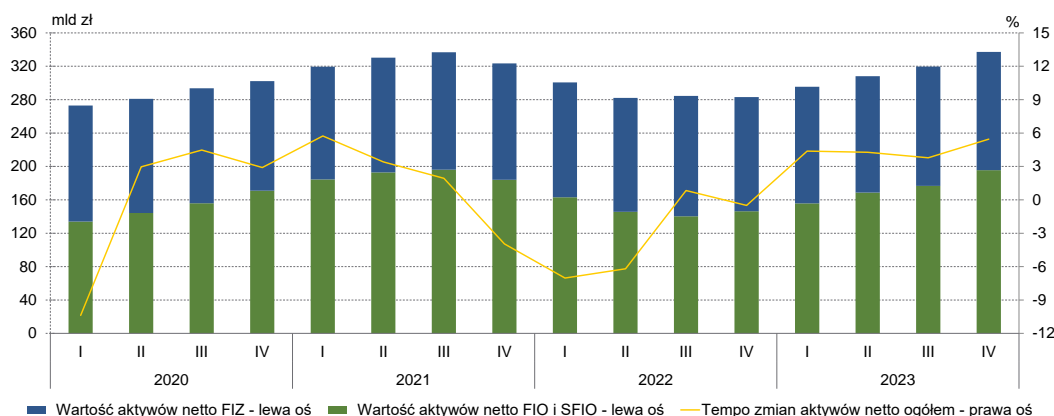
Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

4.4. Fundusze inwestycyjne²¹¹

4.4.1. Wielkość sektora

W 2023 r. aktywa netto krajowych funduszy inwestycyjnych zwiększyły się o 19,1% (tj. o 54,1 mld zł), osiągając na koniec roku wartość 337,1 mld zł (wykres 4.4.1). Było to najwyższe roczne tempo wzrostu tego sektora w okresie ostatnich siedmiu lat. Złożyły się na niego przede wszystkim bardzo dobre wyniki finansowe wszystkich rodzajów funduszy oraz dodatnie saldo napływu środków do funduszy otwartych. Część inwestorów powracała do inwestowania w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, do czego zachęcały ich obserwowane wzrosty rynkowych wycen instrumentów finansowych. Zjawisko to nie występowało jednak w funduszach zamkniętych, które szósty rok z rzędu odnotowały odpływ środków klientów, a wzrost ich aktywów netto był możliwy głównie dzięki wypracowanemu wynikowi z operacji (wykres 4.4.2).

Wykres 4.4.1. Wartość oraz kwartalne tempo zmian aktywów netto funduszy inwestycyjnych w latach 2020–2023



Źródło: NBP.

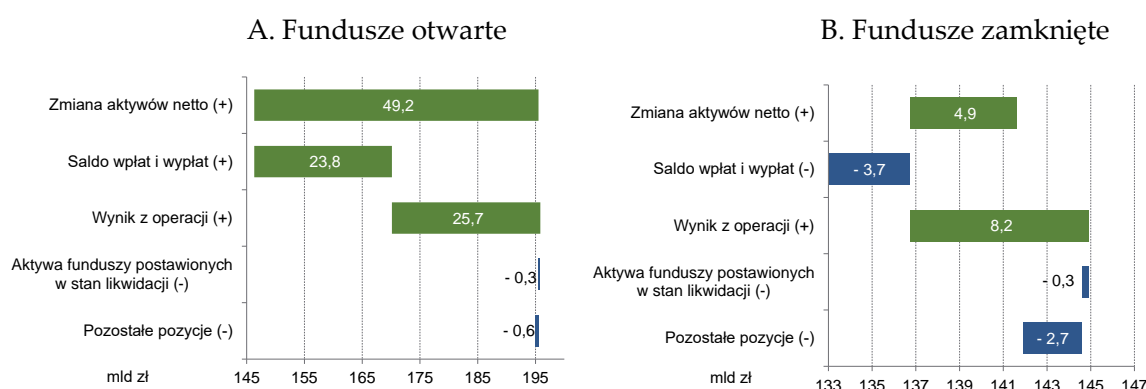
W ciągu dwunastu miesięcy do funduszy inwestycyjnych napłynęło w ujęciu netto 20,1 mld zł, co stanowiło około 7% ich aktywów²¹² według stanu na koniec poprzedniego roku. Podczas gdy w każdym z kolejnych kwartałów fundusze otwarte odnotowywały dodatnie saldo napływów, w funduszach zamkniętych następował odpływ środków (wykres 4.4.3). Wpłaty pochodziły głównie od gospodarstw domowych (24,4 mld zł w ujęciu netto), przy czym większość środków (14,4 mld zł) trafiła do SFIO, z czego 7,5 mld stanowiły oszczędności na cele emerytalne. Inne podmioty sektora finansowego oraz przedsiębiorstwa znalazły się w analizowanym okresie po stronie sprzedających tytuły uczestnictwa. Zakłady ubezpieczeń zbyły je na kwotę 2,1 mld zł

²¹¹ O ile nie wskazano inaczej, analizę zawartą w niniejszym rozdziale przeprowadzono na danych finansowych sprawozdawanych przez fundusze inwestycyjne do NBP. Jakość tych danych może rzutować na poprawność prezentowanych wniosków.

²¹² W ujęciu netto.

(w ujęciu netto), a instytucje typu *captive*, udzielające pożyczek oraz pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego na kwotę 1,9 mld zł. Przedsiębiorstwa pomniejszyły wartość posiadanych tytułów uczestnictwa o blisko 1 mld zł netto. Dominująca część środków, które napłynęły do sektora, została skierowana do funduszy papierów dłużnych (91% wartości napływu netto, tj. 18,4 mld zł). W konsekwencji ponad połowa środków przekazanych przez gospodarstwa domowe funduszom inwestycyjnym była wciąż zgromadzona w takich podmiotach.

Wykres 4.4.2. Dekompozycja zmian wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w 2023 r.

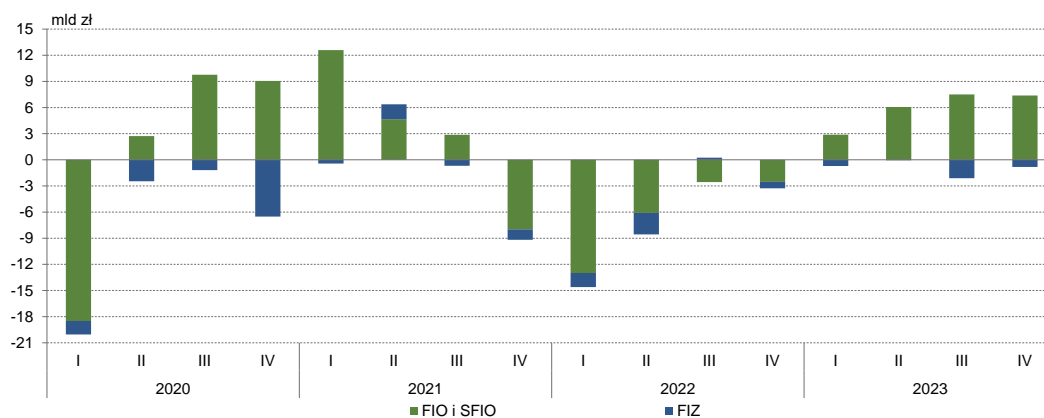


Źródło: NBP.

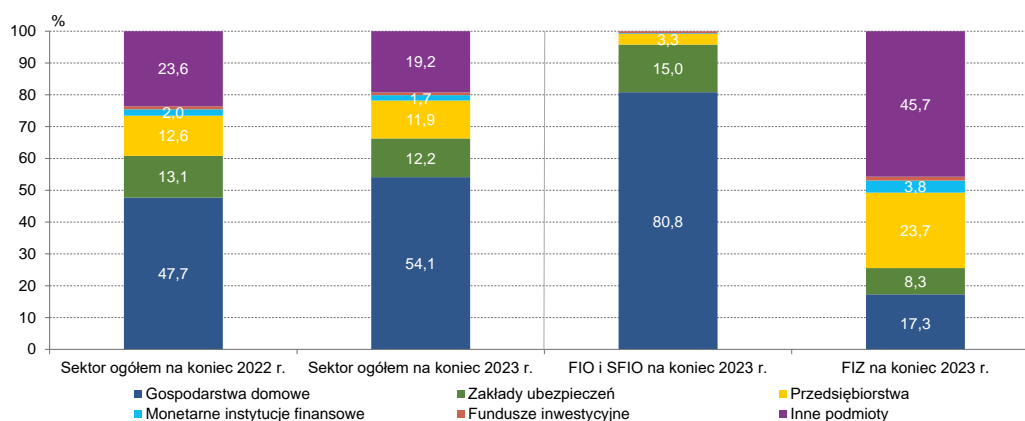
Główną kategorią posiadaczy tytułów uczestnictwa pozostawały gospodarstwa domowe (wykres 4.4.4). Ich zwiększone zainteresowanie funduszami w 2023 r. skutkowało dalszym wzrostem udziału w strukturze inwestorów. Na koniec 2023 r. gospodarstwa domowe miały już ponad połowę wartości instrumentów zbywanych przez te podmioty. Większość zaangażowanego kapitału stanowiły jednostki uczestnictwa funduszy otwartych w kwocie 157,6 mld zł (tj. o 45,0 mld zł więcej niż rok wcześniej), a wartość posiadanych certyfikatów inwestycyjnych wyniosła 23,6 mld zł (o 1,7 mld zł więcej w porównaniu z końcem 2022 r.)²¹³. W posiadanym portfelu jednostek uczestnictwa – z uwagi na systematyczny charakter wpłat – coraz większą część (około 12%) stanowiły środki gromadzone w ramach PPK²¹⁴. W rezultacie istotnie zwiększonego napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych, udział tytułów uczestnictwa w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych wzrósł do 9% na koniec 2023 r. (w porównaniu z 7,5% rok wcześniej), a relacja środków zgromadzonych przez nie w funduszach inwestycyjnych do wartości depozytów bankowych zwiększyła się z 12,3% do 15,0%.

²¹³ Wartości te nie obejmują instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

²¹⁴ Więcej na temat dobrowolnych oszczędności emerytalnych, w tym funduszy zdefiniowanej daty, w rozdziale 4.7.

Wykres 4.4.3. Kwartalne saldo wpłat i wypłat środków do/z funduszy inwestycyjnych w latach 2020–2023

Źródło: NBP.

Wykres 4.4.4. Struktura posiadaczy tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych na koniec 2022 r. i 2023 r. (% aktywów netto)

Uwaga: kategoria gospodarstwa domowe jest prezentowana łącznie z instytucjami niekomercyjnymi działającymi na rzecz gospodarstw domowych.

Źródło: NBP.

Drugą istotną grupą inwestorów były zagraniczne instytucje typu *captive* oraz udzielające pożyczek (klasyfikowane do kategorii „inne podmioty”²¹⁵), do których zaliczały się m.in. spółki holdingowe posiadające aktywa jednostek zależnych, jednostki wykorzystywane do zarządzania majątkiem osób indywidualnych i rodzin, czy emisji dłużnych papierów wartościowych w imieniu spółek powiązanych²¹⁶. Podmioty te dysponowały głównie certyfikatami inwestycyjnymi.

²¹⁵ Kategoria ta obejmuje podmioty niezaklasyfikowane do sektorów instytucjonalnych, inne niż gospodarstwa domowe, zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne, instytucje rządowe i samorządowe, przedsiębiorstwa niefinansowe, monetarne instytucje finansowe i fundusze inwestycyjne.

²¹⁶ Zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE z 2013 r., L174 s. 1).

W 2023 r. ich udział w strukturze posiadaczy tytułów uczestnictwa zmniejszył się w wyniku decyzji biznesowych dotyczących niewielkiej liczby funduszy.

W analizowanym okresie kontynuowany był także spadek udziału zakładów ubezpieczeń w strukturze inwestorów funduszy inwestycyjnych. Wypłaty netto ubezpieczycieli okazały się jednak istotnie mniejsze niż kwota wzrostu aktywów funduszy, w których podmioty te ulokowały swoje środki (wynik korzystnych zmian cen na rynkach instrumentów finansowych). W rezultacie spadek znaczenia zakładów ubezpieczeń jako posiadaczy tytułów uczestnictwa był niewielki. Zaangażowane przez nie środki stanowiły w znacznym stopniu lokaty gospodarstw domowych, gdyż wchodziły w skład inwestycji UFK.

Nieznaczny spadek udziału w strukturze inwestorów odnotowały także przedsiębiorstwa niefinansowe. W 2023 r. podmioty te były sprzedawcą netto tytułów uczestnictwa, jednak na skutek korzystnych wycen tych instrumentów wartość ich portfela wzrosła (z 35,7 mld zł w grudniu 2022 r. do 40,1 mld zł rok później). Dominująca część tej kwoty była nadal ulokowana w certyfikaty inwestycyjne.

Liczba funduszy inwestycyjnych

Rok 2023 był kolejnym, w którym zmniejszyła się liczba funduszy inwestycyjnych w Polsce. Największe zmiany dotyczyły funduszy zamkniętych (tabela 4.4.1), głównie w związku z kontynuacją procesów ich likwidacji. Na takim etapie na koniec roku znajdowało się 155 podmiotów (w porównaniu z 139 rok wcześniej).

Pod względem liczby największą część sektora tworzyły fundusze zamknięte, a wśród nich – z ponad 98-procentowym udziałem w aktywach netto – podmioty niebędące funduszami publicznymi. Do grupy publicznych FIZ zaliczały się na koniec roku 34 instytucje²¹⁷, przy czym dwa z nich znajdowały się w likwidacji. Spośród publicznych funduszy zamkniętych 9 prowadziło działalność w formie funduszy portfelowych i zarządzało nimi to samo towarzystwo. Wartość ich aktywów pozostawała nadal niewielka i na koniec roku wyniosła 0,6 mld zł. Zgodnie z krajowymi regulacjami fundusze portfelowe dokonują w sposób ciągły emisji certyfikatów inwestycyjnych, które zgodnie z ich statutami są następnie dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Certyfikaty wszystkich funduszy portfelowych były notowane na Głównym Rynku GPW. Podmioty te naśladowały indeksy WIG20TR, mWIG40TR, WIG20short, WIG20lev, WIGtechTR, sWIG80, S&P500, Nasdaq-100 NTR oraz TBSP.index.

²¹⁷ Dwa z nich stosowały politykę funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów niepublicznych.

Tabela 4.4.1. Liczba funduszy inwestycyjnych oraz subfunduszy w Polsce w latach 2020–2023

	2020	2021	2022	2023
Fundusze inwestycyjne otwarte	47	45	42	42
Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	68	69	69	69
Fundusze zamknięte	622	592	561	539
Ogółem	737	706	672	650
Subfundusze	728	736	711	716

Uwaga: podane liczby obejmują również fundusze w likwidacji.

Źródło: UKNF.

W 2023 r. KNF wydała zezwolenie na utworzenie jednego SFIO, ponadto zostało zarejestrowanych 16 funduszy zamkniętych, których certyfikaty inwestycyjne nie były oferowane w drodze oferty publicznej, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu²¹⁸. O dwa podmioty (z 48 do 50) zwiększyła się populacja funduszy zagranicznych (UCITS), które prowadziły lub zamierzały prowadzić w Polsce działalność. Ponadto w analizowanym okresie krajowy organ nadzoru otrzymał dwie notyfikacje spółek zarządzających (funduszami UCITS) o zamiarze prowadzenia na terytorium Polsce działalności na zasadzie swobody świadczenia usług. Zamiar wprowadzania do obrotu swoich tytułów uczestnictwa na terytorium Polski zgłosiło natomiast 196 alternatywnych funduszy inwestycyjnych (tj. funduszy innych niż fundusze UCITS) oraz 75 wydzielonych w nich subfunduszy, a także 46 europejskich funduszy *venture capital* (EuVECA). Siedmiu zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi z siedzibą za granicą przekazało KNF notyfikacje o planowanym rozpoczęciu w Polsce działalności bez zakładania oddziału.

4.4.2. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych

W 2023 r. w aktywach netto sektora umocniła się przewaga funduszy otwartych (tabela 4.4.2). Było to spowodowane istotnym napływem środków do tych podmiotów od gospodarstw domowych oraz zmianą wyceny jednostek uczestnictwa, wynikającą ze wzrostu cen instrumentów na rynkach finansowych. Podczas gdy w FIO skala wpływu obu czynników na wartość aktywów netto była zbliżona, w SFIO większe znaczenie miało saldo napływu środków, w ramach którego ujmowane są także oszczędności na cele emerytalne (na koniec roku stanowiły one już ponad jedną trzecią aktywów netto SFIO).

Wzrost aktywów netto dotyczył wszystkich typów funduszy, przy czym zarówno jego tempo, jak i kwota nominalna przyrostu były najwyższe w funduszach papierów dłużnych (tabela 4.4.3). Na koniec roku podmioty te stanowiły nadal największą część sektora (wykres 4.4.5). Kolejnymi grupami pod względem zgromadzonych środków były podmioty klasyfikowane jako fundusze

²¹⁸ W 2022 r. zarejestrowano 17 takich funduszy zamkniętych. We wcześniejszych latach rejestracji było znacznie więcej. Por. poprzednie edycje tego opracowania.

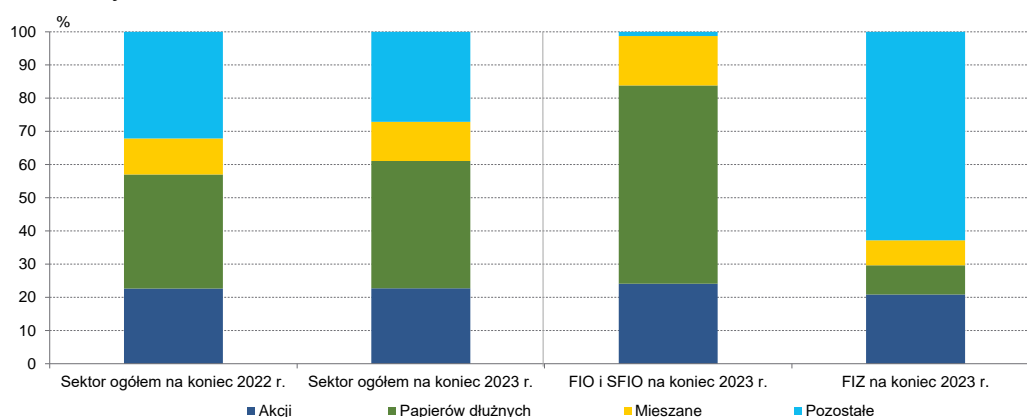
pozostałe oraz fundusze akcji, z udziałem każdej z nich w aktywach sektora oscylującym wokół jednej czwartej.

Tabela 4.4.2. Aktywa netto sektora funduszy inwestycyjnych według ich rodzajów w latach 2020–2023

	2020		2021		2022		2023	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Fundusze inwestycyjne otwarte	113,0	37,4	114,4	35,4	87,5	30,9	112,8	33,5
Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	58,0	19,2	69,7	21,5	58,8	20,8	82,7	24,5
Razem fundusze otwarte	171,0	56,6	184,0	56,9	146,3	51,7	195,5	58,0
Fundusze zamknięte	131,2	43,4	139,4	43,1	136,7	48,3	141,6	42,0
Ogółem	302,2	100,0	323,4	100,0	283,0	100,0	337,1	100,0

Źródło: NBP.

Wykres 4.4.5. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych według ich typów na koniec 2022 r. i 2023 r. (% aktywów netto)



Źródło: NBP.

Największa część środków zgromadzonych w funduszach otwartych była ulokowana w funduszach papierów dłużnych (na koniec 2023 r. ich udział w aktywach netto FIO i SFIO wyniósł 60%), a w przypadku funduszy zamkniętych w funduszach pozostałych (63%), do których zaliczały się m.in. fundusze wierzytelności²¹⁹. Aktywa netto tych ostatnich wzrosły w 2023 r. o około 2 mld zł (tj. o 20%) i na koniec roku osiągnęły wartość 12,7 mld zł. Niemal połowa funduszy zamkniętych prowadziła działalność jako fundusz aktywów niepublicznych. Na koniec 2023 r.

²¹⁹ Zgodnie z art. 14 ustawy z dnia 29 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2023 r., poz. 1723), oraz w związku z potrzebą zapewnienia spójności krajowego porządku prawnego z prawodawstwem unijnym, pojęcie funduszu sekurytyzacyjnego zostało zastąpione pojęciem funduszu wierzytelności.

środki zgromadzone w tych podmiotach stanowiły 77% aktywów netto funduszy zamkniętych²²⁰. Ich popularność wynikała z dużej elastyczności w zakresie kształtowania polityki inwestycyjnej (co najmniej 80% wartości aktywów funduszu aktywów niepublicznych musi być ulokowane w aktywach innych niż będące przedmiotem obrotu na rynkach giełdowych), a także dłuższych terminów na dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego do obowiązujących je przepisów.

Tabela 4.4.3. Aktywa netto sektora funduszy inwestycyjnych według ich typów w latach 2020–2023

	2020		2021		2022		2023	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Akcji	43,5	14,4	81,1	25,1	64,1	22,7	76,6	22,7
Papierów dłużnych	112,9	37,4	116,7	36,1	97,2	34,4	129,3	38,3
Mieszane	16,4	5,4	24,1	7,4	30,7	10,8	39,8	11,8
Pozostałe	129,4	42,8	101,5	31,4	91,0	32,2	91,5	27,1
Ogółem	302,2	100,0	323,4	100,0	283,0	100,0	337,1	100,0

Źródło: NBP.

4.4.3. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych

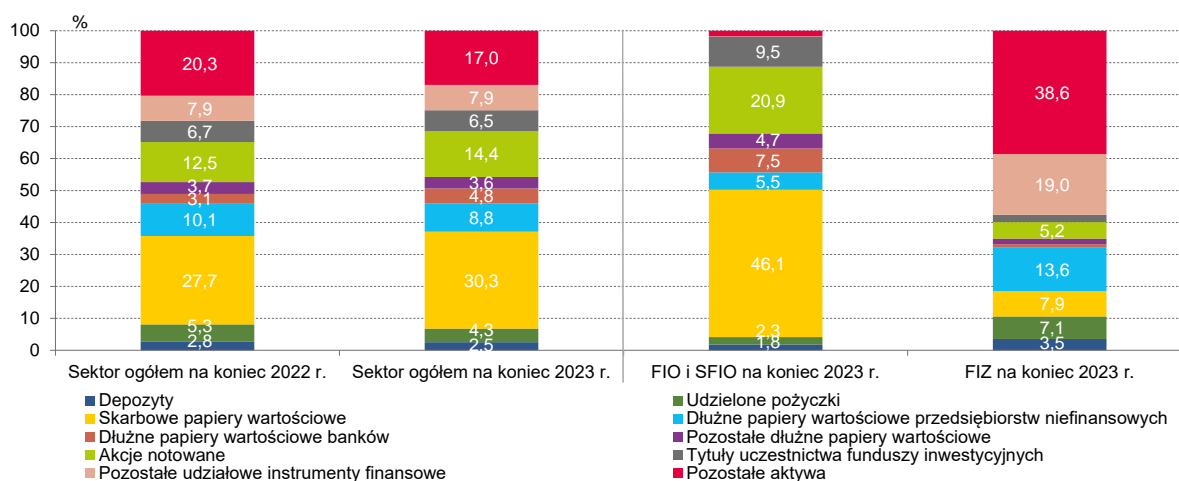
W 2023 r. zasadniczą część lokat krajowych funduszy inwestycyjnych nadal stanowiły dłużne papiery wartościowe (wykres 4.4.6). Instrumenty te były w znacznie większym stopniu wykorzystywane do budowy portfela inwestycyjnego przez fundusze otwarte. Podczas gdy w FIO i SFIO łączny udział papierów dłużnych w sumie bilansowej wynosił blisko dwie trzecie, w funduszach zamkniętych nie przekraczał jednej czwartej. W analizowanym okresie wartość papierów dłużnych posiadanych przez fundusze istotnie zwiększyła się, zarówno w wyniku transakcji zakupu związanych z koniecznością ulokowania środków napływających od inwestorów, jak i na skutek korzystnych zmian wycen tych instrumentów na rynkach finansowych. Drugą pod względem wartości kategorią aktywów funduszy inwestycyjnych były udziałowe instrumenty finansowe. Ich wartość także wzrosła, jednak głównie w wyniku aktualizacji wyceny, a w mniejszym stopniu na skutek realizowanych przez fundusze zakupów. W przypadku funduszy zamkniętych istotną część aktywów nadal stanowiły należności z tytułu nieopłaconych certyfikatów inwestycyjnych, które na koniec roku osiągnęły wartość 39 mld zł.

Główną część portfela dłużnego funduszy inwestycyjnych (tj. około 44%) tworzyły nadal krajowe obligacje skarbowe. W 2023 r. ich wartość zwiększyła się niemal o jedną trzecią i na koniec roku wyniosła 75,3 mld zł. Podstawowym źródłem tego wzrostu były transakcje zakupu, których

²²⁰ Fundusze aktywów niepublicznych mogą być tworzone również jako specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte stosujące zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Na koniec 2023 r. funkcjonowało 8 takich podmiotów, a wartość ich aktywów wyniosła 0,4 mld zł.

dokonywały fundusze otwarte (w skali roku na kwotę około 12,5 mld zł w ujęciu netto)²²¹. Istotny wpływ miały także zmiany rynkowych cen tych instrumentów, powiększając wspomniany portfel o blisko 7 mld zł. Fundusze otwarte nabywały zarówno obligacje stałokuponowe, jak i zmiennokuponowe, mając również na uwadze zbliżający się termin zapadalności obligacji indeksowanych inflacją²²². Na koniec 2023 r. waga obu rodzajów instrumentów w zagregowanym portfelu krajowych obligacji skarbowych zarządzanym przez fundusze otwarte była zbliżona, natomiast wzrost znaczenia obligacji o stałym oprocentowaniu w porównaniu z końcem poprzedniego roku przełożył się na zmiany *duration* tej części portfela skarbowego (tj. wzrost z 3,6 w grudniu 2022 r. do 4,7 na koniec 2023 r.).

Wykres 4.4.6. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych na koniec 2022 r. i 2023 r.



Uwagi: w kategorii skarbowe papiery wartościowe ujęto również gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje BGK na rzecz KFD, obligacje PFR emitowane w ramach Tarcz Finansowych i BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz dłużne papiery wartościowe instytucji międzynarodowych i banków centralnych. W kategorii depozyty ujęto wyłącznie depozyty złożone w bankach i SKOK-ach (bez depozytów zabezpieczających).

Źródło: NBP.

Rok 2023 był kolejnym okresem, w którym fundusze inwestycyjne sprzedawały w ujęciu netto gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje PFR wyemitowane w ramach Tarcz Finansowych oraz obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (tzw. obligacje antycovid). Relacja salda transakcji tymi instrumentami do wielkości ich portfela (według stanu na koniec grudnia 2022 r.) wyniosła 26%. Spadek bilansowej wartości tych instrumentów był jednak mniejszy ze względu na wzrost ich rynkowych cen. Na koniec roku fundusze inwestycyjne posiadały obligacje „antycovid” o wartości 18,6 mld zł (tj. o 2,9 mld zł mniejszej niż rok wcześniej), z czego 14,4 mld zł stanowiły instrumenty wyemitowane przez BGK, a 4,2 mld zł przez PFR.

²²¹ W funduszach zamkniętych saldo transakcji krajowymi obligacjami skarbowymi było ujemne.

²²² Termin zapadalności ostatniej dostępnej na rynku serii tych obligacji upłynął w sierpniu 2023 r. Na koniec lipca ich wartość w portfelu funduszy otwartych wyniosła około 4 mld zł.

Większość znajdowała się w portfelach funduszy otwartych. Zgłaszały one popyt na te instrumenty w pierwszym roku od ich wprowadzenia, tj. w okresie największych napięć płynnościowych spowodowanych zaburzeniami na rynkach finansowych na skutek wybuchu pandemii. Papiery te dawały bowiem wówczas możliwość zwiększenia rentowności portfeli funduszy, gdyż oferowały wyższy zysk w porównaniu z krajowymi obligacjami skarbowymi, przy zbliżonym poziomie ryzyka kredytowego. Obserwowane zmniejszanie zaangażowania funduszy w te obligacje wskazuje na ich malejącą atrakcyjność w aktualnych warunkach rynkowych, wynikającą m.in. z ich mniejszej płynności względem oczekiwań zarządzających.

W analizowanym okresie fundusze inwestycyjne istotnie zwiększyły zaangażowanie w instrumenty dłużne emitowane przez banki²²³. Wartość posiadanego przez nie portfela tych papierów wzrosła w ciągu roku o 81%, z 9,5 mld zł do 17,1 mld zł²²⁴, głównie na skutek transakcji zakupu. W efekcie ich udział w sumie bilansowej funduszy wzrósł z około 3% do blisko 5%. Wśród nich znaczną część stanowiły obligacje podporządkowane oraz papiery emitowane w celu spełnienia wymogu MREL. Ponad 90% instrumentów dłużnych banków znajdowało się w bilansach funduszy otwartych. W znacznie mniejszym stopniu powiększył się portfel posiadanych przez fundusze instrumentów dłużnych przedsiębiorstw niefinansowych. Na koniec roku jego wartość wyniosła 31,7 mld zł (w porównaniu z 30,8 mld zł rok wcześniej) i stanowiła przede wszystkim lokaty funduszy zamkniętych (20,2 mld zł).

Największą część portfela udziałowego funduszy tworzyły akcje znajdujące się w obrocie na rynkach zorganizowanych²²⁵. W 2023 r. ich wartość w dyspozycji funduszy wzrosła o ponad jedną trzecią (z 38,2 mld zł do 51,7 mld zł), jednak głównie w wyniku korzystnych zmian cen tych instrumentów na rynkach finansowych, a w mniejszym stopniu na skutek dodatniego salda transakcji. Większość, tj. 85% pod względem wartości, stanowiła lokaty funduszy otwartych. W analizowanym okresie nabywcą netto tych aktywów były jedynie specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, które odnotowały zwiększenie salda transakcji akcjami zarówno podmiotów krajowych, jak i zagranicznych (o 3,3 mld zł w ujęciu netto). W 2023 r. udział funduszy inwestycyjnych w obrotach na Głównym Rynku GPW powrócił do poziomu z 2021 r., nieznacznie wzrósł także jego udział w kapitalizacji rynków organizowanych przez GPW oraz we *free float* (tabela 4.4.4).

Tytuły uczestnictwa były kolejną istotną kategorią udziałowych papierów wartościowych w portfelach funduszy. Po relatywnie dużym spadku odnotowanym w 2022 r., ich wartość zwiększyła się o około 15% (z 20,4 mld zł do 23,4 mld zł), w równej części w wyniku dodatniego salda transakcji oraz poprawy wycen. Wśród nich dominowały tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych. Głównym nabywcą tych instrumentów były specjalistyczne fundusze

²²³ Kategoria ta nie obejmuje obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego, a także na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

²²⁴ W tym 13,2 mld zł stanowiły papiery dłużne krajowych banków.

²²⁵ Większość (64% pod względem wartości) stanowiły instrumenty krajowych podmiotów.

inwestycyjne otwarte, które posiadały ponad 60% kwoty zaangażowania całego sektora. W 2023 r. nabyły w ujęciu netto te tytuły na kwotę 1,2 mld zł (w tym istotną część stanowiły ETF-y), a połowa tej wartości trafiła do portfeli funduszy oferujących PPK.

Tabela 4.4.4. Zaangażowanie funduszy inwestycyjnych na polskim rynku finansowym w latach 2020–2023 (w %)

	2020	2021	2022	2023
Udział w rynku obligacji skarbowych	7,2	7,3	7,6	8,4
Udział we <i>free float</i> rynków organizowanych przez GPW	9,0	9,1	9,5	9,7
Udział w kapitalizacji rynków organizowanych przez GPW	4,4	4,3	4,6	4,8
Udział w obrotach na Głównym Rynku GPW	5,4	3,4	3,0	3,4

Uwagi: rynek obligacji skarbowych obejmuje krajowe rynkowe obligacje skarbowe. Kapitalizacja oraz *free float* obejmują akcje i PDA spółek krajowych notowanych na Głównym Rynku GPW i na rynku NewConnect.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP, GPW i Ministerstwa Finansów.

W przypadku funduszy zamkniętych znaczną część lokat stanowiły udziały w spółkach kapitałowych (głównie krajowych). W 2023 r. ich wartość wzrosła w wyniku zmian wyceny z 16,5 mld zł do 19,9 mld zł (saldo transakcji tymi instrumentami było ujemne). Takie instrumenty posiadały w swoich portfelach przede wszystkim fundusze tworzone na potrzeby realizacji konkretnych inwestycji, w tym fundusze nieruchomości oraz podmioty finansujące działalność spółek celowych (np. przez zakup ich obligacji oraz udzielanie pożyczek).

W 2023 r. fundusze inwestycyjne odnotowały spadek należności z tytułu transakcji warunkowych²²⁶. Na koniec roku ich wartość wyniosła 6,5 mld zł, tj. o 1 mld zł mniej niż na koniec 2022 r. Pomniejszenie tej kategorii aktywów dotyczyło głównie funduszy inwestycyjnych otwartych oraz transakcji zawieranych przez nie z bankami. Mimo to FIO pozostały nadal najbardziej aktywne na tym rynku (na koniec roku ich udział w należnościach całego sektora z tego tytułu wyniósł 47%). Fundusze zamknięte w znacznie większym stopniu były zaangażowane w udzielanie pożyczek (głównie krajowym przedsiębiorstwom). Na koniec roku ich należności z tego tytułu wyniosły 8,9 mld zł i były zbliżone do odnotowanych w poprzednim roku. Wartość ta była jednocześnie mniejsza niż kwota wynikająca z zaangażowania funduszy zamkniętych w instrumenty dłużne krajowych przedsiębiorstw (11,2 mld zł na koniec 2023 r.).

W analizowanym okresie nieznacznie (tj. o 6%) wzrosła wartość depozytów utrzymywanych w bankach przez fundusze inwestycyjne (z 8,6 mld zł na koniec 2022 r. do 9,1 mld zł w grudniu 2023 r.). W relacji do aktywów była ona jednak niższa niż rok wcześniej (2,5% w porównaniu

²²⁶ Wartość zobowiązań funduszy wynikających z transakcji *repo* i *sell-buy-back* wyniosła 12,9 mld zł (13,6 mld zł na koniec grudnia 2022 r.).

z 2,8%) z uwagi na wysokie tempo wzrostu aktywów netto sektora²²⁷. Najmniejszą poduszką płynności w tej formie charakteryzowały się nadal fundusze otwarte (relacja depozytów do aktywów w FIO wyniosła 1,7%, w SFIO 2,0%, a w FIZ 3,5%).

Po przejściowym spadku zaangażowania funduszy inwestycyjnych w instrumenty pochodne w 2022 r., skala ich wykorzystania zbliżyła się do poziomów obserwowanych w poprzednich latach. Łączna wartość nominalna tych instrumentów w portfelu funduszy wzrosła o blisko dwie trzecie (z 72,6 mld zł do 120 mld zł na koniec 2023 r.), co w relacji do aktywów netto stanowiło 35,5% (25,7% rok wcześniej). Większa aktywność na rynku instrumentów pochodnych dotyczyła wszystkich rodzajów funduszy, jednak zaangażowanie najbardziej zwiększyły fundusze otwarte, które już wcześniej wykorzystywały te instrumenty na istotnie większą skalę niż fundusze zamknięte. Mierząc wartością aktywów netto, około 93% FIO, blisko 85% SFIO oraz 19% funduszy zamkniętych miało na koniec roku instrumenty pochodne w portfelach. W przypadku funduszy otwartych największe znaczenie miały nadal swapy stopy procentowej oraz kontrakty walutowe, natomiast w funduszach zamkniętych swapy walutowe oraz kontrakty walutowe.

Struktura walutowa aktywów funduszy inwestycyjnych pozostała zbliżona do obserwowanej na koniec 2022 r. Charakteryzował ją dominujący udział polskiego złotego (68% aktywów ogółem). Lokaty w dolarach amerykańskich stanowiły około 19%, a w euro 12% sumy bilansowej sektora. Największym portfelem aktywów nominowanych w walutach obcych dysponowały fundusze zamknięte (38%). Wśród nich przeważały te w dolarze amerykańskim.

4.4.4. Wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych i poziom podejmowanego ryzyka

Poprawa sytuacji na rynkach finansowych znalazła odzwierciedlenie w wynikach funduszy otwartych²²⁸. W 2023 r. podmioty te odrabiały straty poniesione w latach ubiegłych – około 75% z nich zanotowało dwucyfrowe stopy zwrotu, a ponad dwie trzecie przekroczyło wskaźnik inflacji. Średnio największe wzrosty cen jednostek uczestnictwa dotyczyły funduszy akcji, co jednak nie spowodowało zwiększonego napływu środków do tego typu podmiotów. Ponad 20-procentową stopę zwrotu wypracowały również fundusze mieszane, a wynik zanotowany przez fundusze dłużne przewyższył średnioroczny wskaźnik inflacji CPI za 2023 r. o 0,4 pkt procentowego. Najgorszymi rezultatami cechowały się z kolei fundusze zaliczane do grona pozostałych, których jednostki uczestnictwa w ujęciu realnym straciły na wartości około 10% (tabela 4.4.5).

²²⁷ Przepisy dotyczące działalności funduszy inwestycyjnych nie określają minimalnej wartości środków na rachunkach bankowych, które podmioty te powinny utrzymywać. Wskazują one jedynie, że w przypadku FIO mają umożliwiać funduszom zaspokajanie bieżących zobowiązań. Por. art. 109 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 681).

²²⁸ W 2023 r. indeksy WIG, WIG20, mWIG40 i sWIG80 wzrosły odpowiednio o 36,5%, 30,8%, 39,3% i 30,9%, podczas gdy indeks TBSP o 12,8%.

Tabela 4.4.5. Roczne stopy zwrotu funduszy otwartych w latach 2020–2023 (w %)

	2020	2021	2022	2023
Akcji	9,8	12,9	-14,3	22,5
Papierów dłużnych	4,2	-4,1	-3,7	11,8
Mieszane	9,6	5,9	-10,2	20,6
Pozostałe	5,7	2,0	-6,1	0,0
Średnioroczna inflacja CPI	3,4	5,1	14,4	11,4

Uwagi: stopy zwrotu dotyczą inwestycji zakładających jednorazową wpłatę kapitału na początku okresu i nie uwzględniają opłat manipulacyjnych, które mogą być pobierane przy nabywaniu i umarzaniu tytułów uczestnictwa. W obliczeniach uwzględniono jedynie te fundusze, które funkcjonowały przez cały rok.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

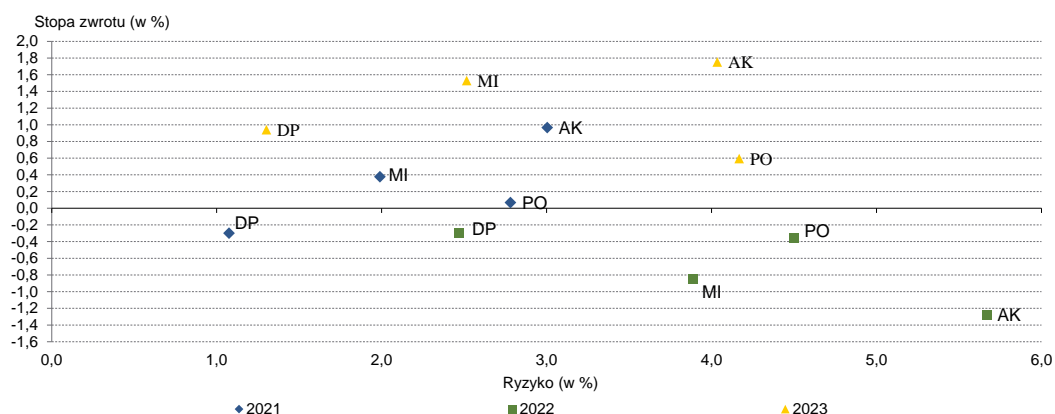
W ujęciu nominalnym mniej niż 10% wszystkich funduszy otwartych zanotowało ujemną stopę zwrotu w 2023 r. (dla porównania, około 85% i 40% odpowiednio w 2021 r. i 2022 r.)²²⁹. Wśród nich najbardziej liczną grupą były fundusze funduszy²³⁰. Z kolei lokaty podmiotów, których stopy zwrotu były najwyższe, koncentrowały się przede wszystkim na krajowych i zagranicznych rynkach akcji.

Ze względu na różnice w zakresie prowadzonej polityki lokacyjnej fundusze inwestycyjne charakteryzowały się odmiennym poziomem podejmowanego ryzyka i związanym z tym potencjałem do osiągania wysokich stóp zwrotu. W 2023 r. zmniejszyła się zmienność stóp zwrotu we wszystkich typach funduszy, przy jednoczesnej poprawie ich wyników inwestycyjnych (wykres 4.4.7). W efekcie indeks Sharpe'a, odzwierciedlający efektywność zarządzania portfelem inwestycyjnym poprawił się i był dodatni dla wszystkich grup podmiotów, przy czym współczynnik ten osiągnął najwyższą wartość dla funduszy mieszanych (wykres 4.4.8). Najbardziej ryzykowne okazały się fundusze pozostałe, odmiennie niż w 2022 r., a najmniej – fundusze dłużne.

W 2023 r. wynik z operacji sektora funduszy inwestycyjnych był istotnie wyższy niż w 2022 r. i przekroczył 33,5 mld zł. W przeciwieństwie do poprzedniego roku, wszystkie rodzaje funduszy osiągnęły zysk z działalności. Najwyższy wynik z operacji zanotowały fundusze inwestycyjne otwarte, tj. około 15 mld zł, a w relacji do wartości aktywów netto na koniec 2022 r. – specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, tj. 17,9%. Fundusze inwestycyjne zamknięte wypracowały z kolei zysk prawie o 2 mld zł wyższy niż w ubiegłym roku, co odpowiadało 6,0% wartości certyfikatów inwestycyjnych według stanu na koniec 2022 r.

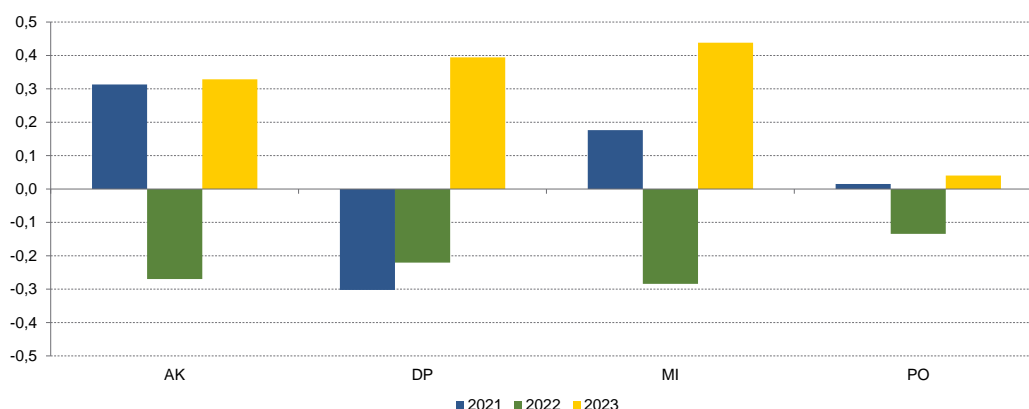
²²⁹ Pod uwagę wzięto jedynie te fundusze otwarte, które funkcjonowały przez cały rok.

²³⁰ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 21 września 2017 r. w sprawie sposobu, szczegółowego zakresu i terminów przekazywania do Narodowego Banku Polskiego danych niezbędnych do ustalania polityki pieniężnej, okresowych ocen sytuacji pieniężnej państwa oraz analiz ryzyka systemowego definiuje fundusz funduszy jako podmiot lokujący co najmniej 50% swoich aktywów w tytuły uczestnictwa (tekst jednolity Dz.U. z 2020 r. poz. 229).

Wykres 4.4.7. Relacja stopy zwrotu do ryzyka dla funduszy otwartych w latach 2021–2023

Uwagi: skróty oznaczają: AK – fundusze akcji, DP – fundusze papierów dłużnych, MI – fundusze mieszane, PO – fundusze pozostałe. Stopa zwrotu została wyrażona w ujęciu miesięcznym, natomiast ryzyko jako odchylenie standardowe stóp zwrotu.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

Wykres 4.4.8. Indeks Sharpe’a dla funduszy otwartych w latach 2021–2023

Uwagi: oznaczenia skrótów zgodnie z legendą do wykresu 4.4.7. Za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnie oprocentowanie złotych depozytów terminowych w poszczególnych miesiącach.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

Źródłem dodatnich wyników z operacji²³¹ funduszy inwestycyjnych były przede wszystkim niezrealizowane zyski z wyceny lokat. Pozycja ta w największym stopniu wpłynęła na wynik funduszy otwartych, głównie ze względu na wzrost wyceny akcji (o 9,1 mld zł) oraz papierów dłużnych (o 5,6 mld zł). Istotny wpływ na wyniki miały także rosnące z roku na rok odsetki od instrumentów dłużnych. Z kolei w przypadku FIZ największe znaczenie miały przychody z lokat (w tym przychody odsetkowe oraz dodatnie saldo różnic kursowych). Ich łączna wartość w 2023 r. była wyższa niż w funduszach otwartych o prawie 2 mld zł. Fundusze inwestycyjne zamknięte zanotowały również niezrealizowany zysk z lokat o wartości ponad 5 mld zł, który wynikał

²³¹ Wynik z operacji funduszu obejmuje dochody zatrzymane (przychody z lokat netto, zrealizowany zysk lub stratę ze zbycia lokat) oraz niezrealizowany zysk lub stratę z wyceny lokat.

głównie ze wzrostu wyceny dłużnych papierów wartościowych oraz udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością.

W 2023 r. koszty funduszy inwestycyjnych zwiększyły się o 2,7 mld zł (o 24,2%), głównie za sprawą FIZ. Ich struktura była zbliżona do obserwowanej w ubiegłym roku. Wynagrodzenie za zarządzanie miało największe znaczenie w funduszach otwartych i odpowiadało za ponad 50% całkowitych kosztów tych podmiotów, podczas gdy w FIZ ich udział wyniósł 15%. W 2023 r. fundusze przekazały TFI 3,4 mld zł w formie opłat, w tym najwięcej z tytułu kosztów zarządzania funduszami zamkniętymi. W relacji do średniej wartości aktywów netto w 2023 r., podobnie jak w roku ubiegłym, najwięcej zapłaciły fundusze inwestycyjne otwarte (1,3%), a najmniej specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (0,9%). Jednocześnie udział wynagrodzenia stałego²³² w strukturze opłat za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi obniżył się (z 78% do 68%). Relacja wynagrodzenia stałego do średniej wartości aktywów netto w 2023 r. była najwyższa w FIO, a najniższa w FIZ. Dobra koniunktura na rynkach kapitałowych znalazła swoje odzwierciedlenie w stopach zwrotu z inwestycji w tytuły uczestnictwa, co z kolei wpłynęło na wzrost opłaty za sukces²³³. W 2023 r. towarzystwa pobrały 1,1 mld zł z tego tytułu, o 0,5 mld zł więcej niż w 2022 r. Ponad 70% tego wynagrodzenia pochodziło z funduszy zamkniętych. Jednocześnie fundusze otwarte naliczyły blisko pięciokrotnie wyższą wartość tych kosztów niż w roku ubiegłym (około 300 mln zł). Wyższe o 37% koszty z tytułu wynagrodzenia zmiennego obserwowano także w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych, co sprawiło, że inaczej niż w latach ubiegłych ich nominalna wartość przewyższyła tę z tytułu wynagrodzenia stałego.

4.4.5. Krajowe fundusze inwestycyjne na tle europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych

Aktywa netto europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych²³⁴ zwiększyły się o 9,0% i na koniec 2023 r. wyniosły 16,0 bln euro. W większości państw strefy euro obserwowano wzrost środków zgromadzonych w tych instytucjach. Jedynie na Cyprze zanotowano spadek aktywów, przy czym udział tego kraju w europejskim sektorze funduszy inwestycyjnych nie przekraczał 0,1%. W analizowanym okresie tempo przyrostu wartości aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych było jednym z najwyższych. Ponad 20-procentowy wzrost odnotowały podmioty greckie, litewskie, estońskie i słoweńskie. Relacja kapitału zgromadzonego w funduszach

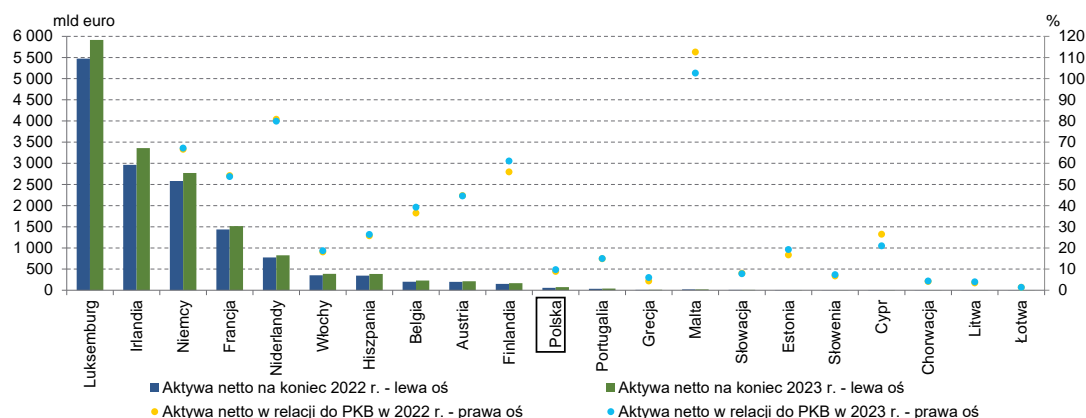
²³² Zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 13 grudnia 2018 r. w sprawie maksymalnej wysokości wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym, od stycznia 2022 r. wysokość pobieranej z tego tytułu opłaty nie powinna przekraczać 2% wartości aktywów netto funduszu w skali roku (Dz.U. z 2018 r., poz. 2380).

²³³ Według informacji serwisu Analizy Online stopy zwrotu wypracowane przez blisko 70% funduszy detalicznych były wyższe od poziomu stosowanych przez nie benchmarków, co z kolei umożliwiło towarzystwom funduszy inwestycyjnych pobranie *success fee*.

²³⁴ W niniejszym rozdziale, o ile nie wskazano inaczej, europejski sektor funduszy inwestycyjnych obejmuje państwa strefy euro oraz Polskę.

inwestycyjnych do PKB państw członkowskich zwiększyła się do 105,3%. Wspomniana relacja wzrosła w 14 z 21 analizowanych krajów, w tym także w Polsce (wykres 4.4.9).

Wykres 4.4.9. Aktywa netto europejskich funduszy inwestycyjnych oraz ich relacja do PKB na koniec 2022 r. i 2023 r.



Uwagi: dane nie uwzględniają funduszy rynku pieniężnego, które są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych. Relacja aktywów netto funduszy do PKB dla Luksemburga oraz Irlandii wyniosła odpowiednio: 7457% i 666% na koniec 2023 r. oraz 7060% i 585% na koniec 2022 r. Ze względu na dokonane korekty, dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: NBP, EBC, Eurostat.

Sektor funduszy w Europie charakteryzował się wysoką koncentracją. W trzech krajach zgromadzono łącznie ponad 75% wszystkich aktywów netto. Niezmiennie dominowały fundusze luksemburskie – na koniec 2023 r. ich udział wyniósł 37,1%. Istotne znaczenie miały również podmioty zarejestrowane w Irlandii i Niemczech. Aktywa netto polskich podmiotów były ponad 80-krotnie niższe niż luksemburskich, a ich udział w europejskim sektorze wciąż pozostawał niewielki i wyniósł 0,5%.

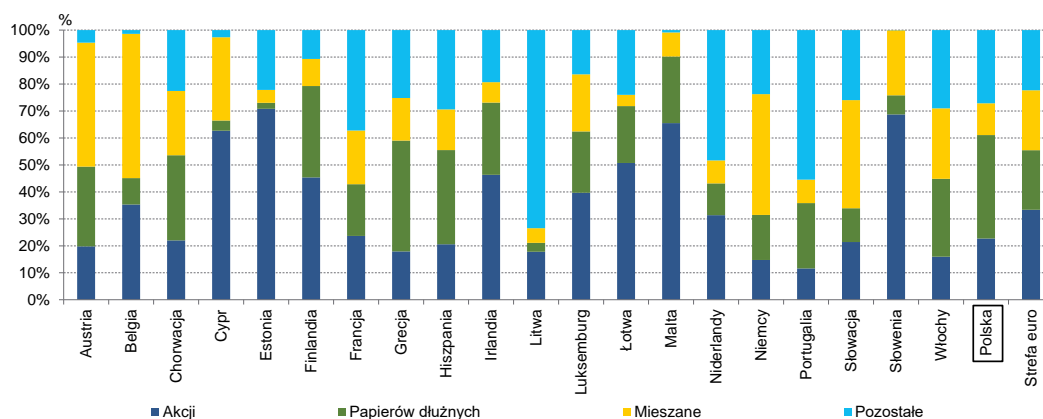
Najliczniejszą grupą podmiotów wśród funduszy inwestycyjnych²³⁵ (29%) były te, których aktywa netto mieściły się w przedziale od 5 do 50 mln euro. W Polsce stanowiły one 40,6% sektora. Stosunkowo licznie reprezentowane były także podmioty o aktywach netto od 50 mln euro do 100 mln euro oraz od 100 mln euro do 500 mln euro – odpowiednio 11,2% i 19,7% (9,2% i 9,6% w Polsce). Z kolei najmniej liczne były największe fundusze, czyli takie, których aktywa netto przekroczyły 1 mld euro (4,6%). Najwięcej takich podmiotów zarejestrowano w Luksemburgu i Irlandii. Największy odsetek funduszy zaliczanych do grupy o najmniejszych aktywach netto (do 1 mln euro) obserwowano w Bułgarii i Polsce, tj. 27,9% i 24,0%, podczas gdy w Unii Europejskiej stanowiły one 9,0% populacji.

Europejski sektor funduszy inwestycyjnych miał zróżnicowaną strukturę (wykres 4.4.10). Dominującą rolę pełniły w nim fundusze akcji, a udział podmiotów dłużnych, mieszanych

²³⁵ Analiza obejmowała kraje Unii Europejskiej, bez Danii.

i pozostałych kształtował się na podobnym poziomie – około 22%. W Polsce przeważały zaś fundusze dłużne. Sektor europejski różnił się od polskiego także pod względem kryterium prawnego instytucji. Podczas gdy w UE przeważały fundusze typu UCITS, w których zgromadzonych było około 53% wszystkich środków, w Polsce zdecydowanie większe znaczenie miały fundusze alternatywne – 67%. Ponadto zarówno na rynku krajowym, jak i europejskim podmioty otwarte dominowały nad zamkniętymi. Udział tych działających w formule otwartej w aktywach netto krajowego sektora na koniec 2023 r. był jednak istotnie niższy niż w strefie euro i stanowił 58% (ponad 91% w strefie euro). Jedynie na Litwie i Łotwie fundusze zamknięte odgrywały ważniejszą rolę niż w Polsce.

Wykres 4.4.10. Struktura europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych na koniec 2023 r. (% aktywów netto)



Uwaga: dane nie uwzględniają funduszy rynku pieniężnego, które są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych.

Źródło: NBP, EBC.

4.4.6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Na koniec 2023 r. działalność prowadziło 56 towarzystw funduszy inwestycyjnych, o jedno więcej niż rok wcześniej. Wzrost liczby funkcjonujących podmiotów wynikał z udzielenia przez KNF zezwolenia na wykonywanie działalności Hoist Towarzystwu Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Na koniec 2023 r. ponad jedna czwarta towarzystw funduszy inwestycyjnych należała do grup kapitałowych, do których wchodziły jeszcze inne krajowe instytucje finansowe, tj. banki, zakłady ubezpieczeń lub domy maklerskie. Towarzystwa te zarządzały środkami, których wartość stanowiła blisko 65% aktywów netto całego sektora funduszy inwestycyjnych. Spośród funkcjonujących podmiotów blisko co trzeci reprezentował wszystkie rodzaje funduszy, tj. FIO, SFIO i FIZ. Nieco więcej niż połowa obsługiwała wyłącznie alternatywne fundusze inwestycyjne, z czego 25 zarządzało wyłącznie funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, a 4 zarówno SFIO, jak i FIZ. Tylko jedna instytucja specjalizowała się w zarządzaniu funduszami inwestycyjnymi

otwartymi. Na koniec 2023 r. podobnie jak w ubiegłym roku, akcje jednego z towarzystw były notowane na Głównym Rynku GPW.

W 2023 r. koncentracja w sektorze towarzystw funduszy inwestycyjnych zmniejszyła się po gwałtownym wzroście obserwowanym w 2022 r. (tabela 4.4.6). Wynikało to z obniżenia się wartości aktywów netto funduszy reprezentowanych przez największe towarzystwo, przy równoczesnym zwiększeniu się środków będących w zarządzaniu pozostałych dominujących podmiotów w sektorze. Pięć TFI zarządzało funduszami, w których zgromadzono ponad połowę aktywów netto całego sektora, przy czym każde z nich obsługiwało każdy rodzaj funduszy, tj. FIO, SFIO, FIZ. Największa instytucja oferowała jednak przede wszystkim fundusze inwestycyjne aktywów niepublicznych, podczas gdy kolejne cztery skupiały się na podmiotach otwartych. W strukturze uczestników instytucji reprezentowanych przez trzy z pięciu czołowych TFI na rynku dominowały gospodarstwa domowe, a w kolejnych dwóch przeważającą grupą inwestorów stanowiły instytucje finansowe typu *captive* i udzielające pożyczek oraz zakłady ubezpieczeń.

Tabela 4.4.6. Liczba towarzystw i wskaźniki koncentracji w sektorze TFI w latach 2020–2023

	2020	2021	2022	2023
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	56	57	55	56
CR3 (w %)	38,2	37,8	42,0	38,8
CR5 (w %)	51,7	51,2	56,0	54,2
HHI	0,0767	0,0746	0,0851	0,0756

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

Wśród towarzystw funduszy inwestycyjnych, które prowadziły działalność na koniec 2023 r. 26 posiadało zezwolenie KNF na zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych²³⁶. Nie wszystkie TFI, które posiadały to zezwolenie faktycznie wykonywały taką działalność – na koniec 2023 r. było 19 takich podmiotów. Wartość portfeli zarządzanych przez te instytucje była o blisko 9 mld wyższa niż na koniec poprzedniego roku i wyniosła 67 mld zł. Kwota ta odpowiadała 15,7% łącznej wartości aktywów, którymi zarządzały TFI na koniec 2023 r. W przypadku dwóch towarzystw wartość portfeli była wyższa od sumy aktywów reprezentowanych przez nie funduszy. Dodatkowo 12 TFI dysponowało zezwoleniem na doradztwo inwestycyjne.

Sytuacja finansowa towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2023 r. poprawiła się. Łączna wartość przychodów tych instytucji zwiększyła się do 3,7 mld zł, wobec 3,0 mld zł rok wcześniej. Wzrost dotyczył 42 podmiotów (około 75% wszystkich instytucji). Opłaty za zarządzanie, które stanowiły główne źródło przychodów sektora, były o 20% wyższe niż w 2022 r. (wykres 4.4.11). Tak znaczna skala zmian wynikała z rosnących aktywów zarządzanych przez nie funduszy. O ponad 90% – do 116 mln zł – wzrosły też wpływy z tytułu zarządzania portfelami instrumentów finansowych.

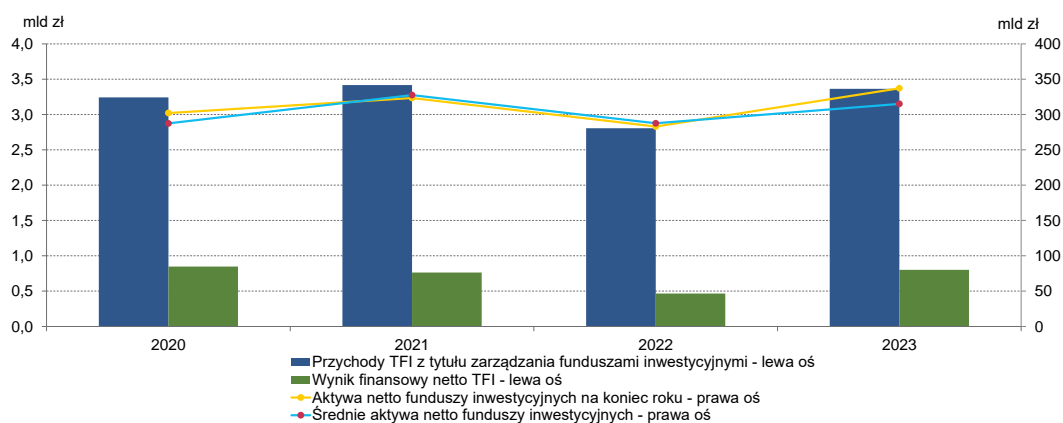
²³⁶ Dla uproszczenia w dalszej części tekstu portfele te będą określane jako portfele instrumentów finansowych.

Nadal ich znaczenie było jednak istotnie niższe niż wynagrodzenia pobieranego za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi (3,2% przychodów ogółem).

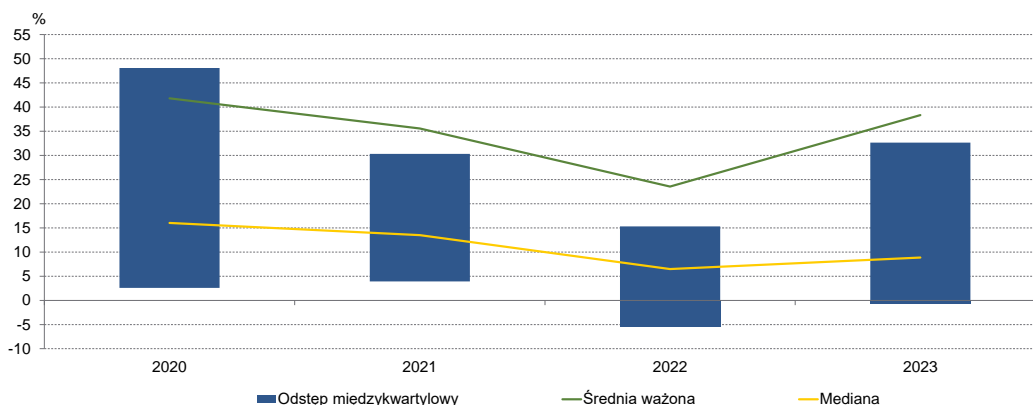
W 2023 r. tempo zmian wysokości kosztów poniesionych przez TFI było niższe niż przychodów. Wydatki towarzystw wyniosły 2,7 mld zł (o 11,3% więcej względem ubiegłego roku), do czego głównie przyczynił się wzrost kosztów stałych. Mimo zwiększonych napływów do funduszy, wzrost nakładów związanych z dystrybucją tytułów uczestnictwa zaliczanych do kosztów zmiennych był niewielki (o 16 mln zł). Wzorem ostatnich lat zmniejszyło się również ich znaczenie zarówno w strukturze kosztów zmiennych (z 37,2% do 35,3%), jak i ogółem (z 18,2% do 17,0%).

Efektom znacznego wzrostu przychodów i jednocześnie niższej dynamiki wzrostu kosztów była poprawa wyników finansowych towarzystw funduszy inwestycyjnych. Zysk netto za 2023 r. wypracowany przez instytucje tego sektora wyniósł 801,4 mln zł, o 72% więcej niż w poprzednim roku. Dodatni wynik finansowy odnotowało 41 podmiotów, a stratę – 15. Najwyższe zyski zanotowały TFI o największych udziałach w segmencie funduszy otwartych. Wśród nich znajdowały się towarzystwa powiązane kapitałowo z bankami i zakładami ubezpieczeń. Tylko jedno spośród 10 największych TFI na rynku nie osiągnęło dodatniego wyniku finansowego. Reprezentowało ono jednak wyłącznie fundusze inwestycyjne zamknięte. Efektem zwiększenia zysku sektora był wzrost rentowności kapitału własnego (wykres 4.4.12). Wartość wskaźnika ROE w 2023 r. była istotnie wyższa niż w roku ubiegłym i jednocześnie zbliżona do poziomów obserwowanych we wcześniejszych latach – 38,3% (23,5% w 2022 r.).

Wykres 4.4.11. Przychody z zarządzania funduszami, wyniki finansowe TFI i aktywa netto funduszy inwestycyjnych w latach 2020–2023



Źródło: UKNF, NBP.

Wykres 4.4.12. Rentowność kapitału własnego TFI w latach 2020–2023

Uwaga: wskaźnik ROE obliczony jako relacja wyniku finansowego do średniej wartości kapitału własnego na koniec poszczególnych kwartałów w danym roku. W obliczeniach uwzględniono jedynie te podmioty, które funkcjonowały przez cały rok.

Źródło: UKNF.

4.4.7. Podmioty obsługujące fundusze inwestycyjne

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami, towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogły zawierać umowy, na mocy których przekazano wykonywanie niektórych czynności związanych z prowadzoną działalnością innym podmiotom. Katalog obowiązków TFI, które mogły być przedmiotem outsourcingu obejmuje m.in. zarządzanie ryzykiem funduszu, prowadzenie ksiąg rachunkowych, czy sprawozdawczość. Instytucje te mogły również zlecać zarządzanie portfelem inwestycyjnym utworzonego przez siebie funduszu lub też jego częścią. Na koniec 2023 r. przekazanie zarządzania dotyczyło 17 TFI i blisko 80 funduszy i subfunduszy. Zgromadzono w nich środki o łącznej wartości niewiele ponad 28 mld zł, co odpowiadało około 8% aktywów netto sektora. Portfele o najwyższej wartości były obsługiwane przez jednostki wyspecjalizowane w zarządzaniu wierzytelnościami oraz inne instytucje finansowe²³⁷. Rodzajem funduszu, którego aktywa były najczęściej przekazywane w zarządzanie innym podmiotom były fundusze inwestycyjne zamknięte, przede wszystkim fundusze wierzytelności oraz aktywów niepublicznych.

Obowiązkiem towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest ustanowienie depozytariusza dla każdego funduszu inwestycyjnego. Umowa o wykonywanie funkcji depozytariusza może być zawarta wyłącznie z bankiem krajowym, oddziałem instytucji kredytowej z siedzibą w Polsce oraz z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych. Usługę depozytariusza dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych, po spełnieniu określonych warunków, mogą także pełnić firmy

²³⁷ Instytucje niebędące domami maklerskimi, podmiotami wyspecjalizowanymi w zarządzaniu i gospodarowaniu nieruchomościami oraz towarzystwami funduszy inwestycyjnych.

inwestycyjne²³⁸. Na koniec 2023 r. funkcję tę sprawowało 12 instytucji, tj. o jedna więcej niż w poprzednim roku. W trakcie roku, do grona podmiotów działających na tym rynku dołączył kolejny dom maklerski. Podobnie jak rok wcześniej, rynek depozytariuszy był relatywnie wysoko skoncentrowany, zarówno pod względem liczby obsługiwanych podmiotów, jak i wartości ich aktywów netto. Trzy instytucje świadczyły usługi dla około 60% podmiotów, zarówno pod względem ich liczby, jak i wartości zgromadzonych w nich środków. Większość banków pełniących funkcję depozytariusza (7) oferowała swoje usługi wszystkim rodzajom funduszy, a kolejne dwa wyłącznie alternatywnym funduszom inwestycyjnym, w tym jeden – tylko FIZ. Na krajowym rynku w dalszym ciągu działały także podmioty, które nie miały przypisanego depozytariusza. Były to fundusze inwestycyjne zamknięte w trakcie likwidacji. Około połowa z nich była uprzednio zarządzana przez TFI, którym KNF odebrała zezwolenie na wykonywanie działalności i wciąż oczekiwały na wyznaczenie kuratora przez sąd.

Jednostki uczestnictwa mogą być zbywane i odkupywane przez fundusz bezpośrednio lub za pośrednictwem: TFI, spółki zarządzającej albo zarządzającego z UE, firmy inwestycyjnej, banku krajowego lub krajowego oddziału instytucji kredytowej²³⁹. Ponadto jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych bądź tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych oraz funduszy inwestycyjnych otwartych, których siedziba znajduje się na terenie państwa należącego do Europejskiego Obszaru Gospodarczego mogą być dystrybuowane za pośrednictwem innego krajowego podmiotu, pod warunkiem wcześniejszego uzyskania zezwolenia KNF. Na koniec 2023 r. zezwoleniem takim dysponowały 63 jednostki, w tym m.in. spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, czy agenci transferowi. Prawie co trzeci podmiot z tej listy świadczył również usługę nieodpłatnego doradztwa inwestycyjnego w zakresie dystrybuowanych tytułów uczestnictwa.

²³⁸ Art. 71 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r. poz. 681).

²³⁹ Art. 32 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 681).

4.5. Alternatywne spółki inwestycyjne

Alternatywne spółki inwestycyjne (ASI) to podmioty, których wyłącznym przedmiotem działalności jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów profesjonalnych²⁴⁰ oraz ich lokowanie w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną²⁴¹. Wraz ze specjalistycznymi funduszami inwestycyjnymi otwartymi oraz funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi ASI tworzą w Polsce sektor alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Zasady prowadzenia działalności przez ASI oraz podmioty nimi zarządzające określa ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi²⁴².

W 2023 r. populacja zarządzających ASI zwiększyła się i na koniec grudnia liczyła 364 spółki (wykres 4.5.1). Dwie z nich prowadziły działalność na podstawie zezwolenia KNF (tj. jedna więcej niż rok wcześniej), a 362 na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI. W analizowanym okresie organ nadzoru podjął decyzje o wpisaniu do rejestru 48 podmiotów (przeważały wśród nich spółki wewnętrznie zarządzane) oraz o wykreśleniu 10²⁴³.

Wartość aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych wzrosła z 9,6 mld zł do 12,5 mld zł (wykres 4.5.2). Na przeważającą część tej kwoty składały się sumy bilansowe spółek zarządzanych przez podmioty działające na podstawie wpisu do rejestru KNF.

Zarządzający ASI (oraz ASI) stanowią fragment sektora *private equity*. W 2023 r. wartość inwestycji *private equity* w Polsce była zbliżona do tej z poprzedniego roku i wyniosła 2,1 mld zł (tabela 4.5.1), stanowiąc 0,1% w relacji do PKB (wykres 4.5.3). Finansowanie zostało skierowane do 95 krajowych przedsiębiorstw, wśród których przeważały spółki z branży wysokich technologii, znajdujące się w początkowych fazach rozwoju (inwestycje *venture capital*). Wartość środków pozyskanych na inwestycje była niższa niż rok wcześniej i wyniosła 2,4 mld zł. Ważnym źródłem ich dopływu pozostawał sektor publiczny. W 2023 r. pochodziło z niego bowiem około 30% środków zgromadzonych na inwestycje *private equity*. Istotne znaczenie kapitału publicznego w rozwoju *private equity* jest charakterystyczne także dla wielu krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

²⁴⁰ Zawiązanie grona inwestorów ASI do inwestorów profesjonalnych nastąpiło we wrześniu 2023 r., wraz z wejściem w życie zmian w ustawie z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 681), wprowadzonych ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2023 r., poz. 1723). Więcej na ten temat w rozdziale 2 tego opracowania.

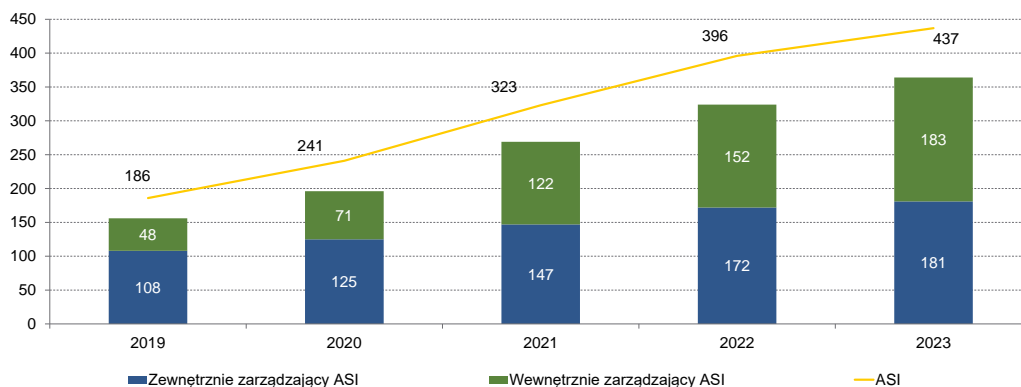
²⁴¹ ASI może prowadzić działalność w formie spółki kapitałowej, spółki komandytowej albo spółki komandytowo-akcyjnej, w których jedynym komplementariuszem jest spółka kapitałowa.

²⁴² Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 681).

²⁴³ *Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2023 r.*, UKNF, Warszawa 2023, s. 79.

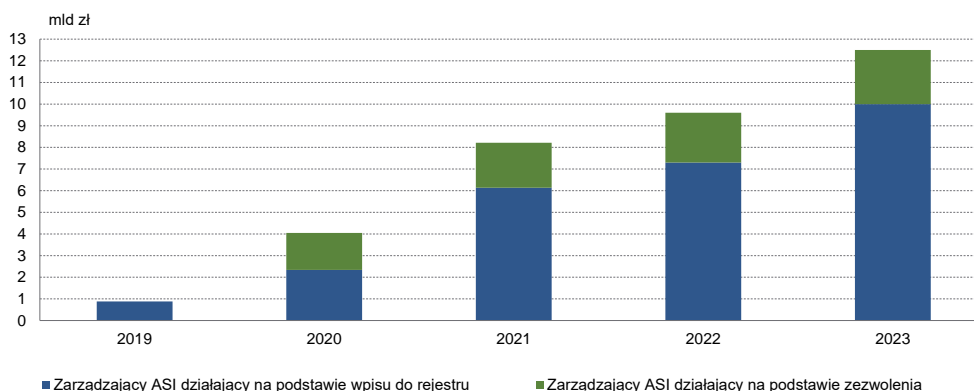
W analizowanym okresie około 34% środków pozyskanych na inwestycje przez podmioty sektora w regionie pochodziło z tego źródła²⁴⁴.

Wykres 4.5.1. Liczba ASI oraz zarządzających ASI w latach 2019–2023



Źródło: UKNF.

Wykres 4.5.2. Wartość aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych w latach 2019–2023 (w mld zł)



Źródło: UKNF.

Obserwowane w Polsce w 2023 r. tendencje w zakresie wartości inwestycji *private equity* oraz zgromadzonych na nie środków były zbieżne z występującymi w innych krajach europejskich²⁴⁵. Wynikało to z utrzymującego się ostrożnego nastawienia inwestorów do inwestycji o podwyższonym ryzyku z uwagi na sytuację geopolityczną. Ponadto w Polsce w 2023 r. dobiegały końca programy wsparcia finansowane w ramach poprzedniej perspektywy unijnej, a jednocześnie na II połowę 2024 r. planowano uruchomienie nowych inicjatyw z programu Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki 2021–2027.

²⁴⁴ 2023 Central & Eastern Europe Private Equity Statistics, Invest Europe 2024.

²⁴⁵ Investing in Europe: Private Equity Activity 2023, Invest Europe 2024.

W analizowanym okresie ponad trzykrotnie wzrosła wartość inwestycji zakończonych przez podmioty sektora *private equity* w Polsce. Przekroczyła ona 3,5 mld zł, co stanowiło największą kwotę wyjść z inwestycji wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Wzrost ten był pochodną kilku dużych transakcji²⁴⁶. Podmioty sektora *private equity* sprzedały łącznie akcje lub udziały w 24 krajowych spółkach, a partnerami tych transakcji byli głównie inwestorzy branżowi.

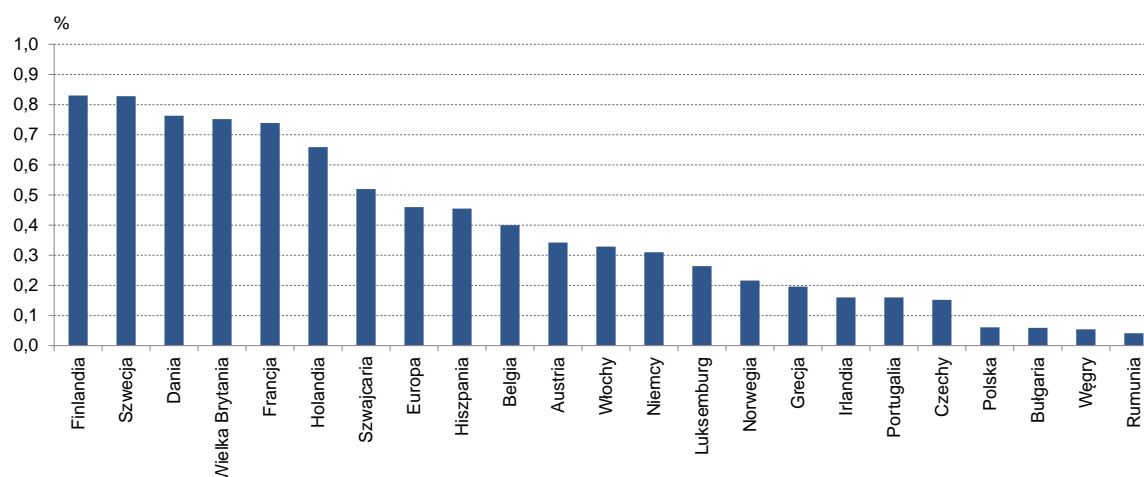
Tabela 4.5.1. Aktywność podmiotów sektora *private equity* w Polsce w latach 2019–2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Wartość inwestycji (mld zł)	2,5	2,5	5,5	2,2	2,1
Wartość pozyskanych środków (mld zł)	1,4	1,5	0,7	3,3	2,4
Liczba krajowych przedsiębiorstw, które otrzymały finansowanie	83	108	103	103	95
Wartość wyjść z inwestycji (mld zł)	1,5	4,7	1,6	1,1	3,6
Liczba krajowych przedsiębiorstw, w których zakończono inwestycje	36	31	46	31	24
Relacja wartości inwestycji do PKB (w %)	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1

Uwaga: do wyliczeń zastosowano publikowane przez NBP średnioroczne kursy EUR/PLN. Wartość wyjść z inwestycji jest obliczona według ich wartości początkowej. Ze względu na dokonane korekty dane różnią się od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: Invest Europe, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych.

Wykres 4.5.3. Inwestycje *private equity* w Polsce oraz w wybranych krajach europejskich w relacji do PKB w 2023 r.



Źródło: *Investing in Europe: Private Equity Activity 2023*, Invest Europe 2024.

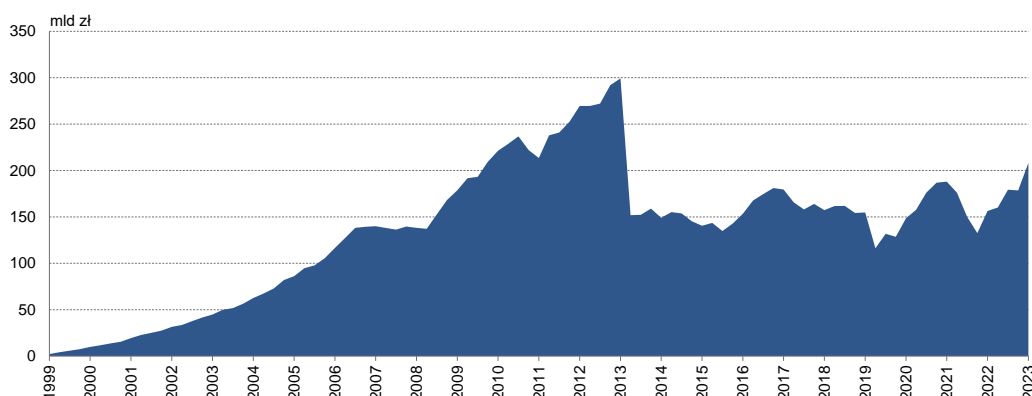
²⁴⁶ 2023 Central & Eastern Europe Private Equity Statistics, Europe Invest, June 2024.

4.6. Otwarte fundusze emerytalne

4.6.1. Wielkość sektora

Na koniec 2023 r. aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych (OFE) wyniosły 208,1 mld zł (wykres 4.6.1). Tym samym osiągnęły one najwyższy poziom od 2014 r., kiedy to 51,5% środków OFE zostało przekazanych do ZUS. W 2023 r. wartość aktywów zwiększyła się o 51,7 mld zł (33,1%). Szczególnie wysoki wzrost był obserwowany w ostatnim kwartale, jedynym w którym kapitał zgromadzony w funduszach rósł nieprzerwanie.

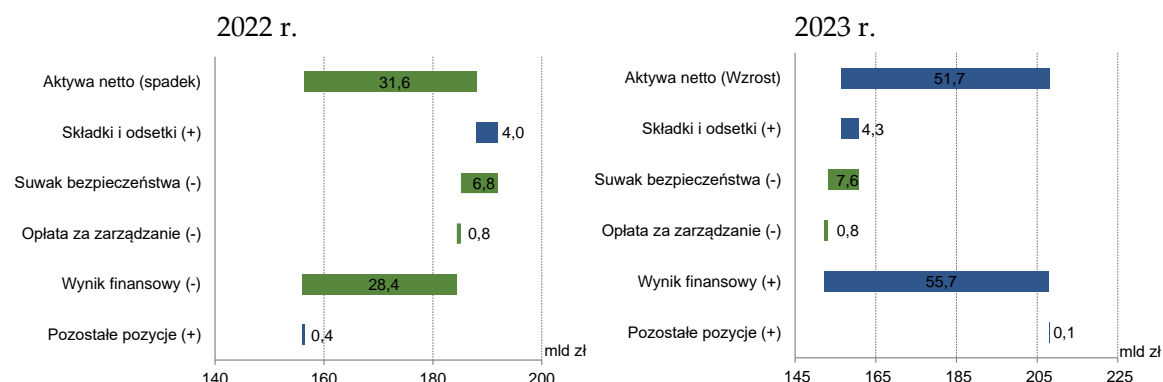
Wykres 4.6.1 Wartość aktywów netto OFE w latach 1999–2023



Źródło: UKNF.

Głównym czynnikiem wzrostu aktywów netto był dodatni wynik finansowy sektora (55,7 mld zł), który był najwyższy w historii funkcjonowania OFE. Przyrost aktywów ograniczały jednak odpływy środków w ramach suwaka bezpieczeństwa (7,6 mld zł) oraz opłata za zarządzanie (794,9 mln zł). Na skutek wzrostu wartości środków zgromadzonych w funduszach obie te kategorie zwiększyły się w porównaniu z poprzednim rokiem. Czynnikiem, który sprzyjał podwyższeniu aktywów netto były ponadto składki. W 2023 r., w wyniku wzrostu wynagrodzeń, wzrosły one z 4,0 mld zł do 4,3 mld zł (wykres 4.6.2).

OFE kolejny rok z rzędu odnotowały spadek liczby członków. Na koniec 2023 r. wyniosła ona 14,6 mln, o 2,3% (337,2 tys.) mniej niż rok wcześniej. Spadek był wyższy niż w roku poprzedzającym, co spowodowane było przechodzeniem na emeryturę coraz liczniejszych kohort wiekowych posiadających rachunki w OFE. Przeciętny kapitał zgromadzony na rachunku członków znacznie wzrósł i wyniósł 13 565 zł.

Wykres 4.6.2 Dekompozycja zmian aktywów netto OFE w latach 2022–2023

Źródło: UKNF.

W 2023 r., podobnie jak w 2022 r., o jeden podmiot zmniejszyła się liczba PTE. Po raz pierwszy od 2018 r. spadła również liczba otwartych funduszy emerytalnych. W maju połączono fundusze Allianz Polska OFE oraz Drugi Allianz Polska OFE, następnie w lipcu – NNLife OFE i Generali OFE, a PTE nim zarządzające zostało zlikwidowane. Tym samym na koniec roku działało jedynie 8 OFE i tyle samo PTE. Ponadto zmieniła się struktura właścicielska w sektorze PTE, co skutkowało zmianą nazwy Aegon OFE na Vienna OFE.

Tabela 4.6.1 Wskaźniki koncentracji OFE w latach 2020–2023

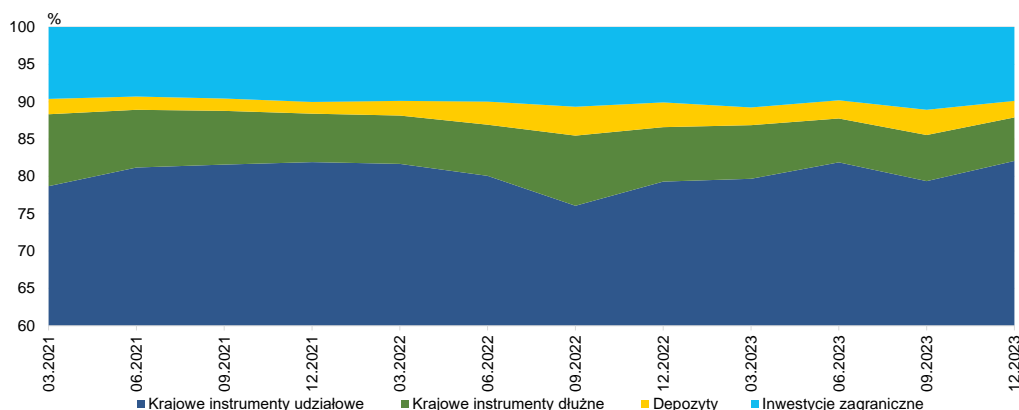
Wskaźnik	2020	2021	2022	2023
CR3 (w %)	61,56	61,60	61,38	65,91
CR5 (w %)	77,99	77,86	77,52	87,38
HHI	0,1586	0,1586	0,1584	0,1865

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Połączenia funduszy przełożyły się na wzrost wskaźników koncentracji, które osiągnęły rekordowe wartości. Na koniec 2023 r. w dwóch największych podmiotach zgromadzono ponad połowę aktywów OFE. Wartość wskaźnika HHI po raz pierwszy przekroczyła 0,18, co świadczyło o spadającej konkurencji na rynku (tabela 4.6.1).

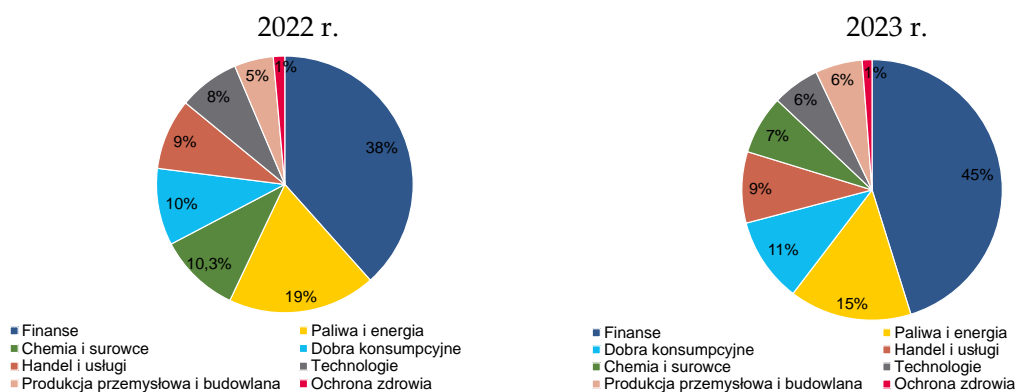
4.6.2. Struktura portfela inwestycyjnego OFE

W 2023 r. OFE odbudowały portfel akcji krajowych, którego wartość na koniec roku wyniosła 169,5 mld zł. Udział tych instrumentów w lokatach wzrósł do 82,1% przekraczając poziom z 2021 r. Przyczynił się do tego przede wszystkim wzrost wartości papierów udziałowych, choć saldo transakcji akcjami krajowymi było ujemne (-1,9 mld zł). Wzrost znaczenia tej kategorii lokat nastąpił przy jednoczesnym zmniejszeniu udziału zarówno instrumentów dłużnych (z 7,3% do 5,8%), jak i depozytów (z 3,3% do 2,2%). Inwestycje zagraniczne utrzymywały się na poziomie zbliżonym do poprzednich lat (wykres 4.6.3).

Wykres 4.6.3 Struktura portfela inwestycyjnego OFE w latach 2021–2023

Źródło: UKNF.

W krajowym portfelu akcyjnym OFE wciąż dominowały instrumenty emitowane przez przedsiębiorstwa z sektora finansowego (głównie banki). Ich udział wyraźnie się zwiększył (z 38,4% do 45,2%) za sprawą wysokiego wzrostu wyceny tych instrumentów. Stopa zwrotu z indeksu WIG-Banki wyniosła w 2023 r. 76,9%. Spadł natomiast udział spółek m.in. z sektora chemicznego (z 10,3% do 7,3%). Głównym powodem tej zmiany była wyprzedaż akcji spółki Ciech SA, spowodowana wycofaniem ich z obrotu giełdowego (wykres 4.6.4). OFE posiadały ponad 50-procentowy udział w tych samych sześciu spółkach, co rok wcześniej (Develia, Ferro, Grupa Kęty, AB, Sanok Rubber, Kruk). Fundusze zwiększyły swoją rolę w kapitalizacji, przy jednoczesnym spadku średniego udziału w obrotach na rynku głównym GPW. Sukcesywnie zwiększało się zaangażowanie OFE we *free float* na GPW (tabela 4.6.2).

Wykres 4.6.4 Portfel akcji krajowych OFE w podziale na sektory działalności na koniec 2022 i 2023 r.

Uwaga: podział sektorowy zgodny z obowiązującym na GPW.

Źródło: UKNF.

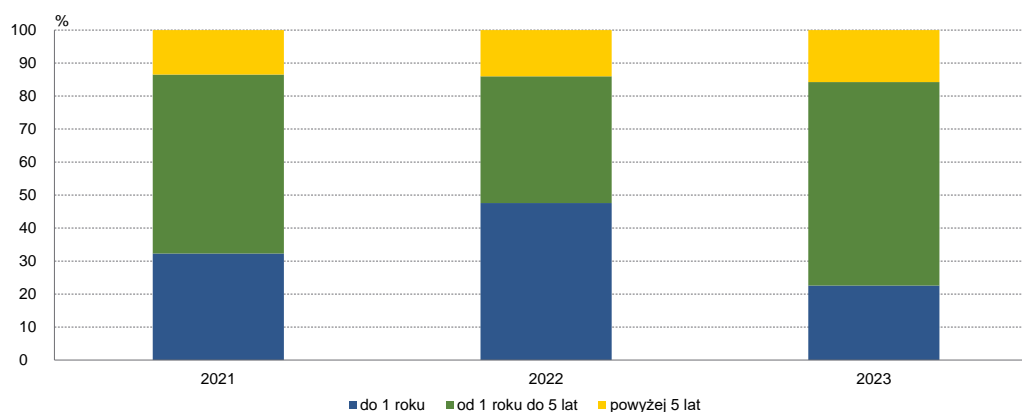
Tabela 4.6.2 Zaangażowanie otwartych funduszy emerytalnych na rynkach organizowanych przez GPW w latach 2020–2023 (w %)

	2020	2021	2022	2023
Udział OFE w kapitalizacji	19,3	20,6	20,9	22,3
Udział OFE we <i>free float</i>	39,8	41,8	43,3	44,4
Średni dzienny udział OFE w obrotach na rynku głównym GPW	2,4	2,2	2,1	2,0

Uwaga: kapitalizacja i *free float* obejmując akcje i PDA spółek krajowych notowanych na Głównym Rynku GPW i na rynku New Connect.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF i GPW.

Wartość krajowego portfela dłużnego na koniec 2023 r. wyniosła 12,0 mld zł (11,3 mld zł na koniec 2022 r.). OFE, podobnie jak w 2021 r., zwiększyły udział papierów o terminach zapadalności 1–5 lat, kosztem instrumentów krótkoterminowych. Ponadto wzrosła ekspozycja funduszy na obligacje o stałym oprocentowaniu (wykres 4.6.5). W portfelu dominowały instrumenty emitowane przez banki komercyjne, w tym obligacje i listy zastawne, (39,0%) oraz Europejski Bank Inwestycyjny (22%). Udział niegwarantowanych przez Skarb Państwa papierów Banku Gospodarstwa Krajowego w portfelu dłużnym znacznie spadł (z 16,7,0% do 4,2%). Było to spowodowane zapadnięciem trzymanych przez OFE obligacji i dokupieniem nowych na znacznie mniejszą skalę.

Wykres 4.6.5 Struktura krajowego portfela dłużnego OFE według terminów zapadalności w latach 2021–2023

Źródło: UKNF.

W 2023 r. wartość inwestycji zagranicznych²⁴⁷ wzrosła z 15,7 mld zł do 20,4 mld zł. Ich udział w portfelu inwestycyjnym OFE wyniósł 9,9% (wobec 10,1% na koniec 2022 r.). W tym czasie OFE nabyły instrumenty udziałowe na rynkach zagranicznych za kwotę 3 mld zł.

²⁴⁷ Jako inwestycje zagraniczne uznano wszystkie inwestycje na rynkach poza Polską.

OFE w znacznie mniejszym stopniu niż w 2022 r. odwzorowywały Warszawski Indeks Giełdowy. Wskaźnik *active share*²⁴⁸ wzrósł o 5,1 pkt procentowego do 25,8%. Najwyższą wartość współczynnika (46,1%) osiągnął ten sam fundusz, co rok wcześniej. Najniższa spośród funduszy wysokość *active share* w 2023 r. wyniosła 25,7% i była wyższa niż zeszłoroczny wskaźnik dla całego rynku. Fundusze zwiększyły zaangażowanie w akcje spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 z 63,4% do 64,6%. Ich udział w indeksie WIG był wyższy i wyniósł 72,0%.

4.6.3. Wyniki inwestycyjne OFE i poziom podejmowanego ryzyka

Hossa na rynku kapitałowym w 2023 r. przyczyniła się do wysokich wyników inwestycyjnych wszystkich funduszy. Rok po rekordowo niskiej średniej ważonej stopie zwrotu, OFE osiągnęły zyskowność na poziomie 35,6%, najwyższą od początku funkcjonowania sektora. W tym samym okresie indeks WIG wzrósł o 36,5%, a WIG20 o 37,6%. Uwzględniając inflację, realna stopa zwrotu wyniosła 21,7% (tabela 4.6.3).

Tabela 4.6.3 Stopy zwrotu OFE, wskaźnik inflacji oraz waloryzacji subkonta w ZUS w latach 2020–2023 (w %)

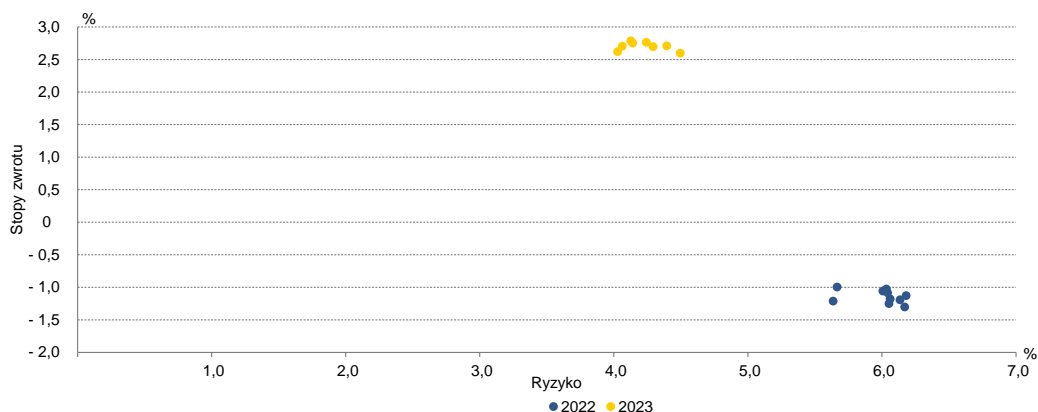
	2020	2021	2022	2023
Średnia roczna ważona stopa zwrotu	-2,1	29,5	-15,1	35,6
Najlepszy OFE w danym roku	-0,8	33,2	-13,0	37,7
Najgorszy OFE w danym roku	-4,2	26,6	-16,5	34,5
Średnioroczna inflacja CPI	2,3	5,1	14,4	11,4
Wskaźnik waloryzacji subkonta ZUS	5,23	7,07	9,20	9,91

Uwaga: stopy zwrotu OFE zostały obliczone na podstawie wartości jednostki rozrachunkowej, bez uwzględniania opłaty od składki. Stopy te odpowiadają jednorazowej inwestycji środków na początku roku, bez dokonywania cyklicznych wpłat.

Źródło: UKNF, ZUS i GUS.

Fundusze osiągnęły wysokie wyniki inwestycyjne przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka (wykres 4.6.6). Odchylenie standardowe stóp zwrotu w ciągu roku spadło z 5,8% do 4,2%, zaś dla indeksu WIG było wyższe i wyniosło 5,2%, w porównaniu z 7,1% w 2022 r. W 2023 r. wszystkie fundusze osiągnęły zbliżone wyniki przy podobnym poziomie ryzyka. Odchylenie standardowe OFE cechującego się najwyższym ryzykiem wyniosło 4,5%, zaś najbezpieczniejszego – 4,0%, oba te fundusze wypracowały stopy zwrotu poniżej średniej.

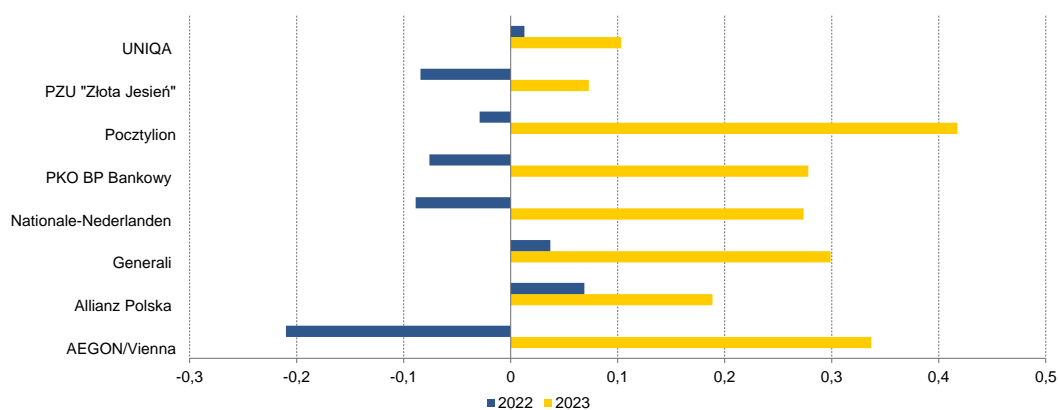
²⁴⁸ Wskaźnik *active share* jest połową sumy wartości bezwzględnych odchyień wagi papieru wartościowego w zarządzanym portfelu od wagi tego papieru w portfelu odniesienia. Wskaźnik ten informuje o tym, jaki odsetek portfela funduszu różni się od benchmarku. Wartość 0% oznacza, że skład portfela akcji funduszu idealnie pokrywa się z benchmarkiem, a wartość 100% – nie ma żadnych wspólnych elementów. Za benchmark przyjęto portfel WIG na koniec 2023 r. Porównano z nim portfel akcji krajowych OFE.

Wykres 4.6.6 Stopy zwrotu i ryzyko inwestycyjne OFE w latach 2022–2023

Uwaga: stopa zwrotu dla poszczególnych podmiotów jest średnią miesięcznych stóp zwrotu osiągniętych w danym roku i została obliczona na podstawie wartości jednostek rozrachunkowych. Jako miarę ryzyka przyjęto odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Współczynnik *Information ratio* (IR)²⁴⁹ znacznie wzrósł i osiągnął dodatnie wartości dla wszystkich funduszy. Stopy zwrotu OFE przewyższyły zatem wartość odniesienia (90% WIG oraz 10% WIBOR 1Y). Wskaźniki IR nie były jednak tak wysokie, jak w 2021 r. Wypracowane nadwyżki ponad benchmark miały wyższe odchylenie standardowe, a zatem podlegały większym wahaniom niż dwa lata wcześniej. Najwyższe wartości współczynnika osiągnęły małe podmioty (wykres 4.6.7).

Wykres 4.6.7 *Information ratio* dla poszczególnych OFE w latach 2022-2023

Uwaga: za stopę zwrotu benchmarku przyjęto 90% stopy zwrotu WIG i 10% WIBOR 1Y.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Poniesione przez fundusze w 2023 r. koszty zarządzania wzrosły o 5,1% do 796,3 mln zł, co wynikało z wyższych aktywów netto. Stosunek opłaty za zarządzanie do WAN na koniec roku

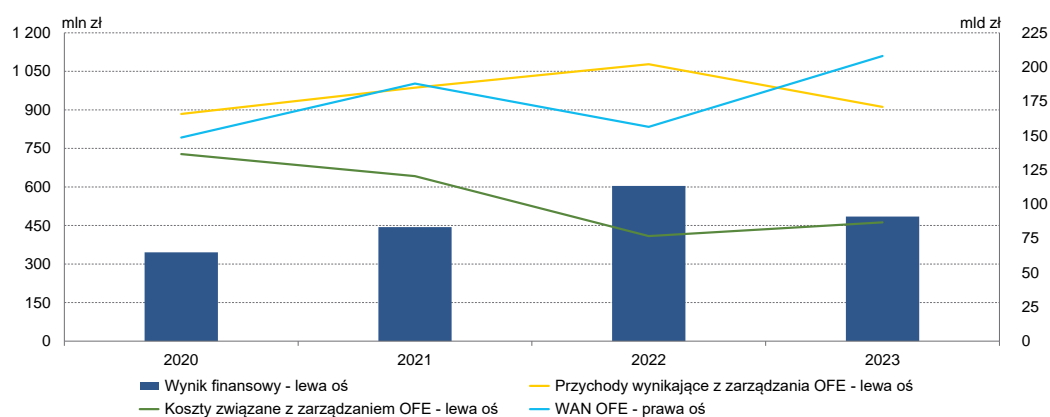
²⁴⁹ *Information ratio* liczone jest jako iloraz średniej różnicy między miesięcznymi stopami zwrotu funduszu, a stopami zwrotu benchmarku oraz odchylenia standardowego tych różnic.

spadł i wyniósł 0,38%, wobec 0,49% na koniec 2022 r., co było spowodowane szybszym tempem wzrostu aktywów netto niż ich średniej wartości.

4.6.4. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych

W 2023 r. sektor PTE odnotował spadek wyniku finansowego o 19,1%, z 604,0 mln zł do 484,9 mln zł (wykres 4.6.8). Niższy zysk był spowodowany przede wszystkim zmniejszeniem się przychodów z tytułu zarządzania OFE, a także wzrostem kosztów związanych z wpłatami na Fundusz Gwarancyjny. Wzrost wartości aktywów netto zobowiązał OFE do utrzymywania wkładu w tym funduszu na wysokim poziomie. Tylko jednemu PTE udało się osiągnąć wyższy wynik niż rok wcześniej, co było związane z połączeniem zarządzanego OFE z innym funduszem.

Wykres 4.6.8 Wynik finansowy PTE, koszty i przychody z zarządzania OFE oraz wartość aktywów OFE w latach 2020–2023



Uwaga: jako koszty związane z zarządzaniem przyjęto sumę obowiązkowych obciążeń z tytułu zarządzania OFE i pozostałych kosztów.

Źródło: UKNF.

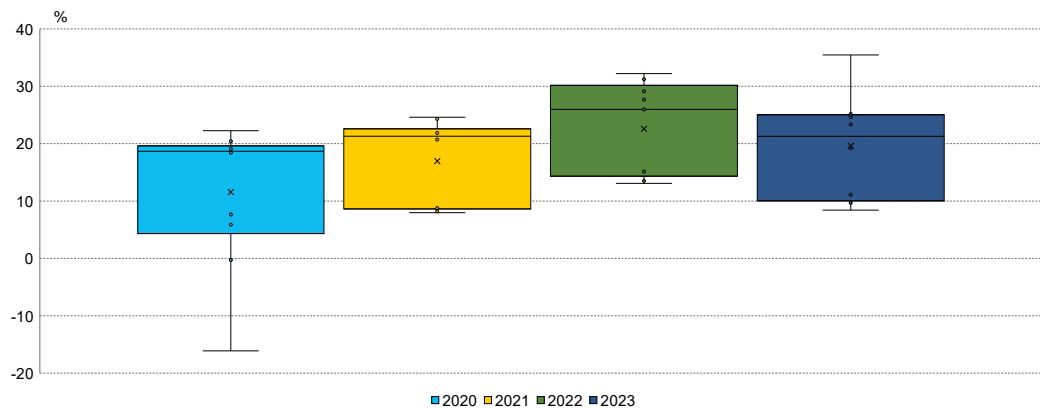
Kapitał własny powszechnych towarzystw emerytalnych w 2023 r. zmniejszył się o 150,5 mln zł (6,2%). Spadek ten był wynikiem likwidacji jednego z podmiotów²⁵⁰. Stosunek kapitału własnego do aktywów netto OFE wyniósł 1,1% (o 0,5 pkt procentowego mniej niż rok wcześniej). Dwóm towarzystwom nie udało się osiągnąć tego współczynnika na poziomie wyższym niż 1% (osiągnęły 0,9% oraz 0,6%), co było jednym z warunków KNF do wypłaty dywidendy. Kapitał własny stanowił 80,4% pasywów sektora, o 3,0 pkt procentowego mniej niż rok wcześniej. Wynikało to ze wzrostu zobowiązań w bilansie jednego PTE.

W 2023 r. wskaźnik ROE sektora PTE spadł z 25,5% do 21,1%, co było skutkiem niższego wyniku finansowego. Zysk sektora zmniejszył się bardziej niż wartość kapitału własnego. Tylko jednemu

²⁵⁰ Po wyłączeniu tego podmiotu z analizy kapitał własny sektora wzrósł o 66,4 mln zł.

PTE udało się przewyższyć wskaźnik z zeszłego roku w efekcie wzrostu wyniku finansowego (wykres 4.6.9).

Wykres 4.6.9 Rentowność kapitału własnego PTE w latach 2019–2022



Uwaga: ROE liczono jako relację zysku netto oraz średniej wartości kapitału własnego na koniec poszczególnych kwartałów w danym roku; krawędzie pudełka wyznaczają pierwszy i trzeci kwartył, linia wewnątrz pudełka – medianę, a krzyżyk – wartość średnią. Linia pionowa oznacza maksymalną i minimalną wartość wskaźnika.

Źródło: opracowano na podstawie danych UKNF.

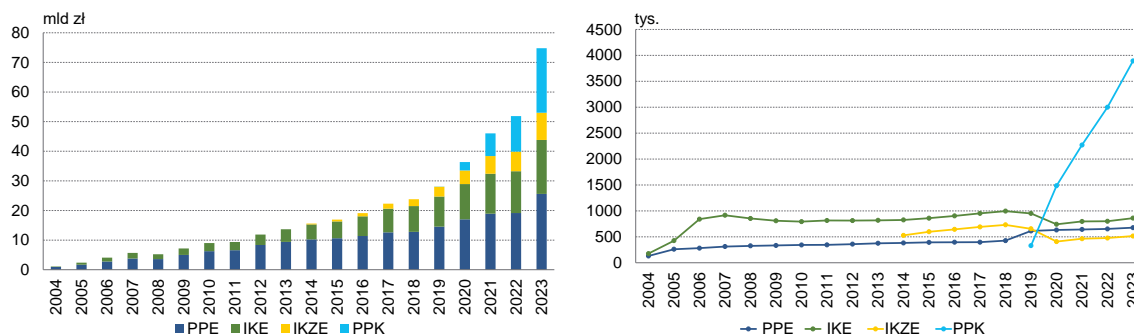
4.7. Dobrowolne oszczędności emerytalne

W 2023 r. poszerzyły się możliwości dobrowolnego oszczędzania na cele emerytalne przez wprowadzenie nowej formy – ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego. Tym samym na koniec roku istniało pięć dostępnych w Polsce produktów:

- pracownicze programy emerytalne (PPE);
- indywidualne konta emerytalne (IKE);
- indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE);
- pracownicze plany kapitałowe (PPK);
- ogólnoeuropejski indywidualny produkt emerytalny (OIPE)²⁵¹.

Wartość dobrowolnych oszczędności emerytalnych w 2023 r. wzrosła z 51,9 mld zł do 74,8 mld zł, zwiększając tym samym do 3,7% ich udział w aktywach finansowych gospodarstw domowych (2,9% w roku poprzednim). Podobnie jak w 2022 r., najwięcej oszczędności zgromadzono w pracowniczych programach emerytalnych (25,6 mld zł). Jednak najsilniejszą dynamiką przyrostu aktywów charakteryzowały się pracownicze plany kapitałowe – 81,6%, dzięki czemu wartość tych oszczędności emerytalnych (21,8 mld zł) przewyższyła środki w IKE (18,2 mld zł). Niezmiennie najmniej aktywów zgromadzono w IKZE – 9,2 mld zł (wykres 4.7.1).

Wykres 4.7.1 Aktywa zgromadzone w PPE, IKE, IKZE oraz PPK (lewy panel), liczba rachunków (prawy panel) w latach 2004–2023



Źródło: UKNF.

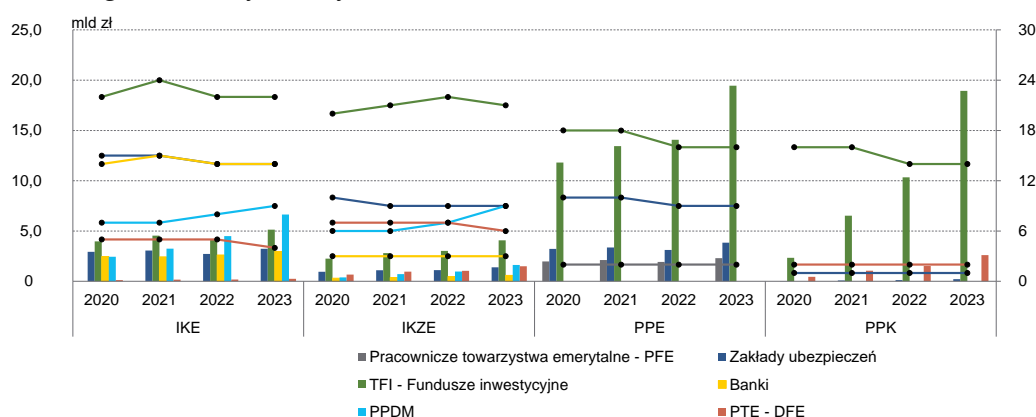
W 2023 r. liczba rachunków funkcjonujących w ramach III filara wzrosła o 1,0 mln i na koniec roku wyniosła 5,8 mln, z czego aktywnych było 4,2 mln. Najwięcej rejestrów i ich najwyższy przyrost obserwowano w PPK, najmniej zaś w PPE. Wszystkie formy dobrowolnych oszczędności emerytalnych odnotowały wzrost liczby rachunków, w tym również aktywnych.

Napływ środków netto do III filara w 2023 r. wyniósł 11,5 mld zł i był związany ze znacznym zwiększeniem wpłaconych składek, przy niewielkim wzroście odpływów. Najwięcej wpłat

²⁵¹ W 2023 r. funkcjonował tylko jeden podmiot oferujący OIPE. Z uwagi na brak danych nie jest on objęty analizą przedstawioną w tym rozdziale.

dokonano do PPK – 7,2 mld zł. PPE zasilono kwotą 3,2 mld zł, IKE – 2,9 mld zł, IKZE – 1,8 mld zł. W analizowanym okresie z III filara odplynęło 3,8 mld zł, z czego najwięcej z PPK (1,6 mld zł). Wyплаты z PPE wyniosły 0,9 mld zł, z IKE – 0,9 mld zł, a z IKZE – 0,3 mld zł.

Wykres 4.7.2 Liczba podmiotów zarządzających dobrowolnymi oszczędnościami emerytalnymi oraz wartość zgromadzonych aktywów w latach 2020–2023



Uwaga: kolory w legendzie dotyczą wykresu słupkowego i liniowego. Na wykresie słupkowym przedstawiono aktywa (lewa oś), a na wykresie liniowym liczbę podmiotów zarządzających (prawa oś). PPDM – podmiot prowadzący działalność maklerską, DFE – dobrowolny fundusz emerytalny, PFE – pracowniczy fundusz emerytalny, PTE – powszechne towarzystwo emerytalne.

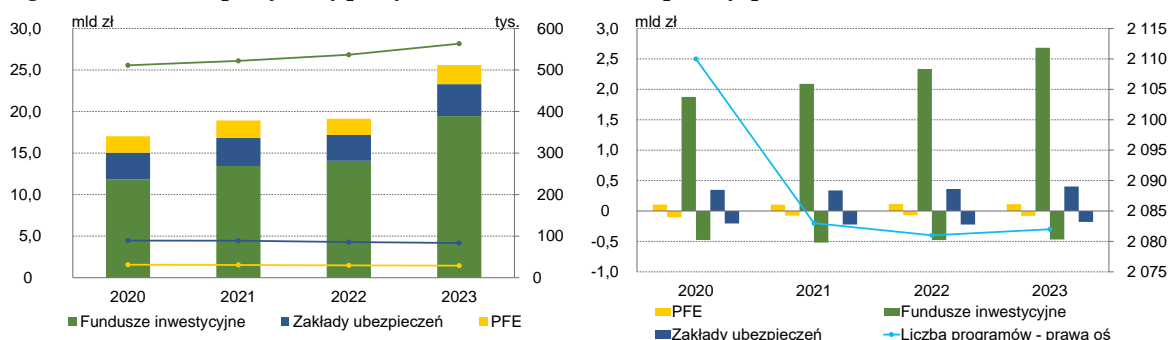
Źródło: UKNF.

Tak samo jak w poprzednich latach, w 2023 r. najwięcej aktywów w ramach dobrowolnych oszczędności emerytalnych odłożono w funduszach inwestycyjnych (47,6 mld zł, wobec 31,5 mld zł na koniec 2022 r.), zaś najmniej w pracowniczych funduszach emerytalnych – 2,3 mld zł (wykres 4.7.2). W zakładach ubezpieczeń ulokowano 8,7 mld zł (7,1 mld zł w 2022 r.), w podmiotach prowadzących działalność maklerską – 8,3 mld zł (5,5 mld zł w roku poprzednim), w powszechnych towarzystwach emerytalnych – 4,3 mld zł (2,7 mld zł w 2022 r.), zaś w bankach 3,6 mld zł (3,1 mld zł w 2022 r.). Hossa na rynku kapitałowym oraz wzrost wpłat spowodowały, że aktywa zgromadzone w dobrowolnych funduszach emerytalnych prowadzonych przez PTE przewyższyły te zgromadzone w bankach.

4.7.1. Pracownicze programy emerytalne

W 2023 r. aktywa zgromadzone w pracowniczych programach emerytalnych zwiększyły się o 6,5 mld zł i na koniec roku wyniosły 25,6 mld zł (wykres 4.7.3). Wzrost ten był zarówno wynikiem napływu składek, jak i dobrej koniunktury na rynkach finansowych. Struktura zgromadzonych aktywów pozostała bez zmian – trzy czwarte środków było ulokowane w funduszach inwestycyjnych, a najmniej w pracowniczych funduszach emerytalnych (9%).

Wykres 4.7.3 Aktywa zgromadzone w PPE oraz liczba uczestników (lewy panel), liczba programów oraz wpłaty i wypłaty środków z/do PPE (prawy panel) w latach 2020–2023



Uwaga: lewy panel – kolory w legendzie dotyczą wykresu słupkowego i liniowego. Na wykresie słupkowym przedstawiono aktywa (lewa oś), a na wykresie liniowym liczbę uczestników (prawa oś). Wpłaty obejmują składki podstawowe i dodatkowe. Wykres nie uwzględnia wypłat transferowych z PPE na IKE i z IKE na PPE.

Źródło: UKNF.

Wartość składek wpłaconych do PPE w 2023 r. wyniosła 3,2 mld zł, wobec 2,8 mld zł w poprzednim roku. Składki podstawowe wzrosły do 3,1 mld zł, podczas gdy dodatkowe utrzymały się na tym samym poziomie, co w 2022 r. i wyniosły 0,09 mld zł. Wysokość średniej wpłaty zwiększyła się w każdym typie instytucji. Przeciętnie najwyższych wpłat na PPE dokonano do PFE (8,9 tys. zł – podstawowa i 2,5 tys. zł dodatkowa), najniższych zaś do zakładów ubezpieczeń (6,1 tys. zł – podstawowa i 0,9 tys. zł dodatkowa). Przeciętna składka podstawowa odprowadzana do programów zarządzanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych wyniosła 6,2 tys. zł, zaś dodatkowa – 1,3 tys. zł. Z programów wypłacono w sumie 729,3 mln zł, ponadto 213,3 mln zł przekazano na IKE z tytułu wypłat transferowych.

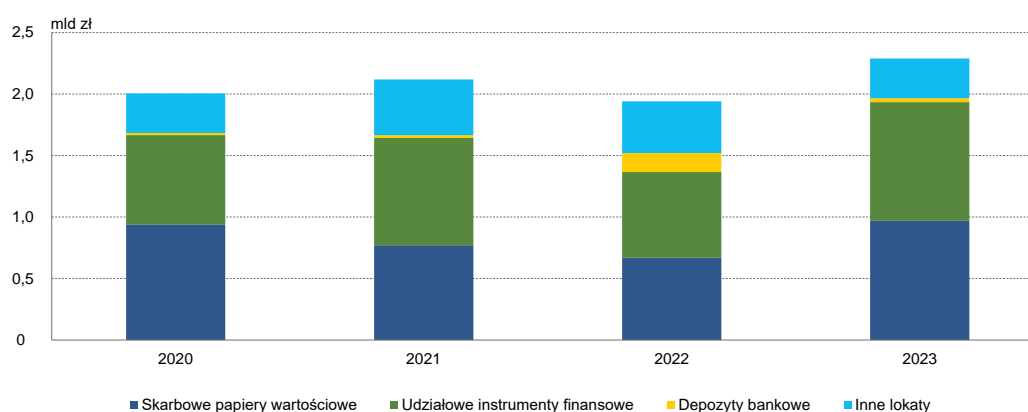
Liczba prowadzonych programów w 2023 r. wzrosła o jeden, do 2 082, przy czym w analizowanym okresie zarejestrowano 30 nowych PPE. Prawie wszystkie nowe programy (29) przyjęły formę umowy z funduszem inwestycyjnym. Największa część PPE (1 573) zarządzana była przez TFI. Ponadto, wszystkie 22 programy, które w 2023 r. zmieniły podmiot zarządzający, wybrały towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Z rejestru PPE wykreślono natomiast 29 programów (17 w formie umowy z funduszem inwestycyjnym, 11 w formie umowy ubezpieczeniowej i jeden w formie umowy z pracowniczym funduszem emerytalnym). W 2023 r. z oferowania programów zrezygnowało ośmiu pracodawców, w wyniku czego liczba podmiotów prowadzących PPE spadła do 2 327.

Mimo spadku grona pracodawców oferujących PPE, liczba ich uczestników wzrosła o 3,6%, do 675,6 tys., przy czym dotyczyło to jedynie programów w formie umowy z funduszem inwestycyjnym. Na koniec roku TFI zarządzały środkami należącymi do 563,3 tys. osób, zakłady ubezpieczeń – 83,4 tys. zaś pracownicze towarzystwa emerytalne – 28,9 tys. osób. Zwiększyła się także liczba aktywnych uczestników (z 493,2 tys. na koniec 2022 r. do 506,9 tys. na koniec 2023 r.), jednak ich udział w całej zbiorowości oszczędzających w ramach PPE nieznacznie zmalał do 75%.

W 2023 r. środkami zgromadzonymi w PPE wciąż zarządzało 27 podmiotów. Wśród nich było 16 TFI, dziewięć zakładów ubezpieczeń i dwa pracownicze towarzystwa emerytalne.

Podobnie jak w poprzednich latach, dwa działające na rynku pracownicze towarzystwa emerytalne przekazały zarządzanie PFE podmiotom zewnętrznym – towarzystwom funduszy inwestycyjnych. Struktura lokat pracowniczych funduszy emerytalnych zbliżyła się do tej, która była utrzymywana w latach poprzedzających 2022 r. W porównaniu z ostatnim okresem udział depozytów zmniejszył się, z 7,9% do 1,4%, podczas gdy instrumentów udziałowych wzrósł, z 35,9% do 42,2%. W 2023 r. istotnie zmieniła się wartość papierów dłużnych w portfelu inwestycyjnym funduszy, w szczególności skarbowych papierów wartościowych, tym samym zwiększając ich znaczenie w inwestycjach do 42,3% (wykres 4.7.4).

Wykres 4.7.4 Portfel inwestycyjny pracowniczych funduszy emerytalnych w latach 2020–2023



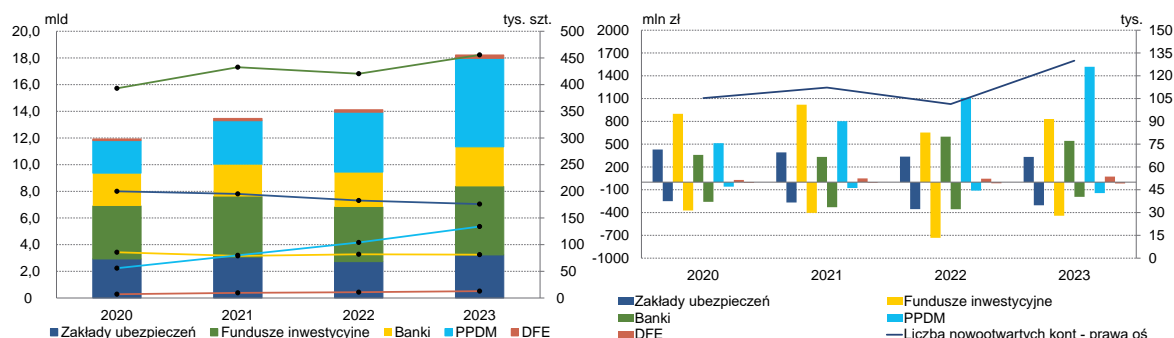
Źródło: UKNF.

4.7.2. Indywidualne konta emerytalne

W 2023 r. wartość aktywów zgromadzonych na indywidualnych kontach emerytalnych zwiększyła się z 14,1 mld zł do 18,2 mld zł (wykres 4.7.5). Znacznie wyższe tempo wzrostu tych oszczędności (4,8% w 2022 r. i 29,1% w 2023 r.) spowodowane było dobrą koniunkturą na rynku kapitałowym oraz większym saldem napływu środków – 2,2 mld zł (wobec 1,2 mld zł rok wcześniej). Skokowy przyrost tego salda wynikał zarówno ze wzrostu wpływów (z 2,7 mld zł do 3,3 mld zł), jak i spadku odpływu (z 1,6 mld zł do 1,1 mld zł). Średnia wysokość wpłaty wyniosła 6,1 tys. zł, co stanowiło 29,3% limitu²⁵² (31,0% w 2022 r.). Przeciętnie najwyższych wpłat dokonano do podmiotów prowadzących działalność maklerską (15,1 tys. zł), zaś najniższych do zakładów ubezpieczeń (3,1 tys. zł). Podobnie jak rok wcześniej, najwięcej środków netto napłynęło do podmiotów prowadzących działalność maklerską (1,4 mld zł), najmniej zaś do zakładów ubezpieczeń (28,1 mln zł).

²⁵² Limit wpłat w 2022 r. roku wyniósł 17 766,0 zł, zaś w 2023 r. – 20 805,0 zł.

Wykres 4.7.5 Liczba IKE oraz zgromadzone na nich aktywa (lewy panel), napływ oraz odpływ środków do/z IKE (prawy panel) według podmiotów prowadzących konta w latach 2020–2023



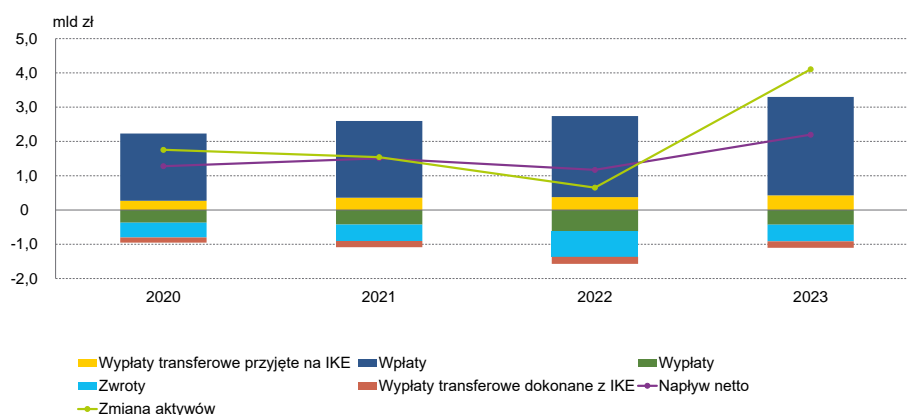
Uwaga: lewy panel – kolory w legendzie dotyczą wykresu słupkowego i liniowego. Na wykresie słupkowym przedstawiono aktywa (lewa oś), a na wykresie liniowym liczbę IKE (prawa oś). Prawy panel – napływ środków obejmuje wpłaty do IKE oraz wypłaty transferowe przyjęte z IKE, PPE oraz PPK, odpływ środków obejmuje wypłaty z IKE, zwroty oraz wypłaty transferowe dokonane na IKE i do PPE.

Źródło: UKNF.

W każdym typie instytucji umożliwiających oszczędzanie na IKE odnotowano wzrost wartości zgromadzonych aktywów (wykres 4.7.6). Podobnie jak w 2022 r. najwięcej środków odłożono w podmiotach prowadzących działalność maklerską – 6,6 mld zł, co stanowiło 36,4% wartości aktywów IKE. Instytucje te cechowały się najwyższą dynamiką wzrostu zgromadzonych aktywów (47,7%), co było spowodowane zarówno istotnym napływem środków, jak i wysokim wynikiem finansowym. Najmniej środków zgromadzono w dobrowolnych funduszach emerytalnych (248,9 mln zł). W 2023 r. w bankach, jako jedynych instytucjach, wzrost wartości środków był niższy niż ich napływ netto.

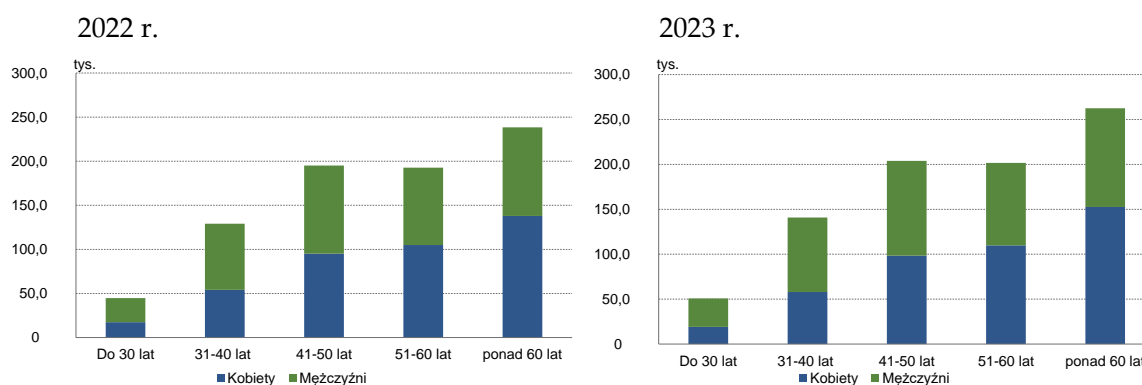
Liczba prowadzonych na koniec 2023 r. IKE wzrosła z 800,1 tys. do 859,9 tys., z czego 54,8% było aktywnych. Najwięcej kont, podobnie jak w poprzednich latach, prowadzono w TFI (53,0%). W dalszej kolejności były to: zakłady ubezpieczeń (20,5%), podmioty prowadzące działalność maklerską (15,6%), banki (9,4%) i dobrowolne fundusze emerytalne (1,5%). Najwięcej nowych rachunków przybyło w TFI (35,3 tys.) oraz w podmiotach maklerskich (29,9 tys.). W zakładach ubezpieczeń i bankach odnotowano spadek liczby rejestrów (odpowiednio o 6,6 tys. i 0,8 tys.). Dominującą grupą wiekową wśród oszczędzających były osoby powyżej 60. roku życia (wykres 4.7.7). Otwarte konta posiadało 438,0 tys. kobiet i 422,0 tys. mężczyzn, jednocześnie w najstarszych grupach wiekowych (powyżej 51 lat) dominowały kobiety.

Liczba podmiotów oferujących IKE na koniec 2023 r. nie zmieniła się i wyniosła 63. Zmiany zaszły jednak w strukturze tych podmiotów. W wyniku zmian właścicielskich i łączenia podmiotów w ramach grup kapitałowych liczba PTE oferujących IKE spadła o jeden, zaś jeden nowy pomiot prowadzący działalność maklerską zaczął oferować IKE. Tym samym założenie konta umożliwiały: 22 towarzystwa funduszy inwestycyjnych, 14 zakładów ubezpieczeń na życie, 14 banków, dziewięć podmiotów maklerskich oraz pięć powszechnych towarzystw emerytalnych.

Wykres 4.7.6 Dekompozycja zmian wartości środków zgromadzonych na IKE w latach 2020–2023

Uwaga: wypłaty transferowe przyjęte na IKE obejmują wypłaty transferowe z PPE, PPK i IKE, a wypłaty transferowe dokonane na IKE – wypłaty transferowe do PPE i IKE.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.7.7 Struktura wiekowa oszczędzających na IKE w 2022 i 2023 r.

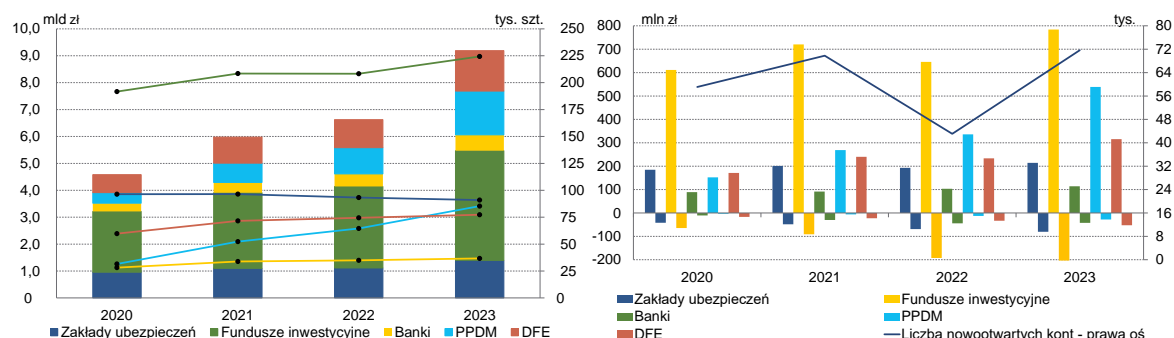
Źródło: UKNF.

4.7.3. Indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego

Wartość aktywów zgromadzonych na indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego w 2023 r. wzrosła o 38,7%, z 6,6 mld zł do 9,2 mld zł (wykres 4.7.8). Napływ netto środków wyniósł 1,6 mld zł (o 33,4% więcej niż rok wcześniej), mimo obserwowanego wzrostu odpływów (wykres 4.7.9). Wypłaty z IKZE osiągnęły rekordową wartość 161,0 mln zł, jednak kwota dokonanych zwrotów spadła do 140,3 mln zł. Wysoki napływ netto był głównie spowodowany znaczną wartością wpłat, które w 2023 r. wyniosły 1,8 mld zł, z czego 0,4 mld zł pochodziło od przedsiębiorców, którym przysługiwały wyższe limity w tym zakresie²⁵³.

²⁵³ Limit wpłat dla osób prowadzących pozarolniczą działalność gospodarczą w 2023 r. wyniósł 12 483 zł, a dla pozostałych osób 8 322 zł.

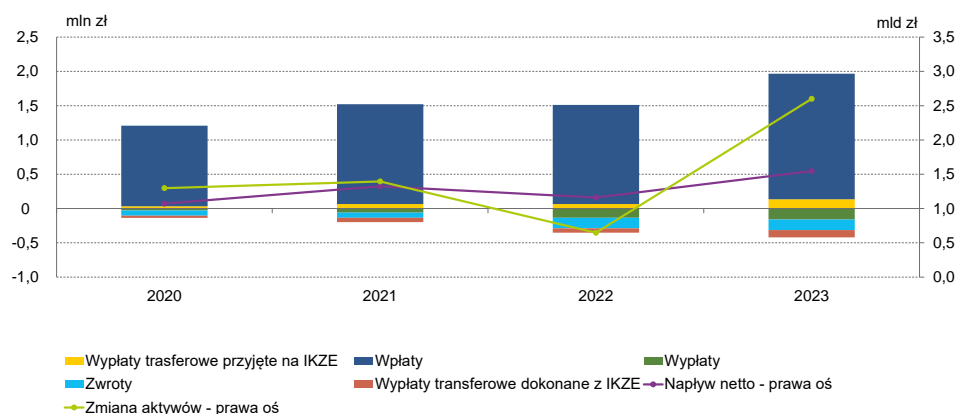
Wykres 4.7.8 Liczba IKZE oraz zgromadzone na nich aktywa (lewy panel), napływ oraz odpływ środków do/z IKZE (prawy panel) według podmiotów prowadzących konta w latach 2020–2023



Uwaga: lewy panel – kolory w legendzie dotyczą wykresu słupkowego i liniowego. Na wykresie słupkowym przedstawiono aktywa (lewa oś), a na wykresie liniowym liczbę IKZE (prawa oś). Prawy panel – napływ środków obejmuje wpłaty do IKZE oraz wypłaty transferowe przyjęte z IKZE, odpływ środków obejmuje wypłaty z IKZE, zwroty oraz wypłaty transferowe dokonane na IKZE.

Źródło: UKNF.

Wykres 4.7.9 Dekompozycja zmian wartości środków zgromadzonych na IKZE w latach 2020–2023



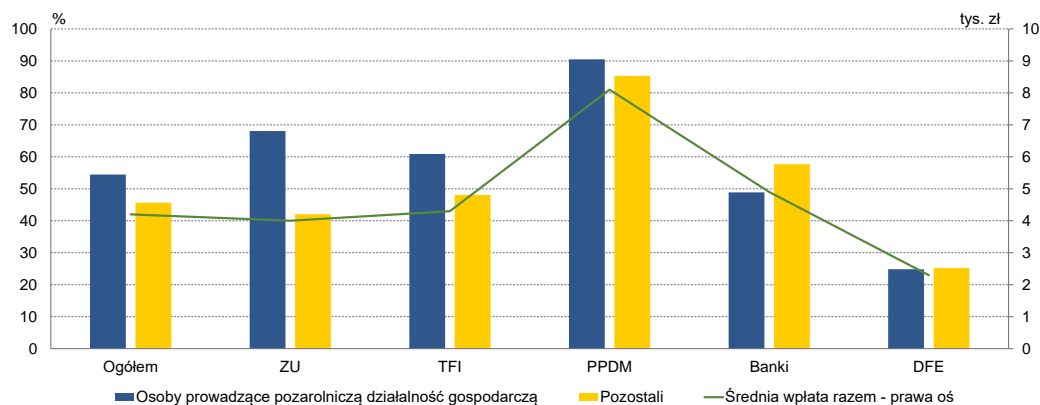
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wzrost napływu nastąpił mimo spadku przeciętnych wpłat. Przedsiębiorcy wnieśli na swoje konta średnio 6,8 tys. zł, co stanowiło 54,5% limitu (76,9% w 2022 r.). Pozostali uczestnicy inwestowali średnio 3,8 tys. zł, wykorzystując 45,7% przysługującego im limitu (60,5% w poprzednim roku). Kwoty te rok wcześniej wyniosły odpowiednio 8,2 tys. zł i 4,3 tys. zł. Przeciętnie najwyższe sumy były wpłacane przez oszczędzających do podmiotów prowadzących działalność maklerską – 8,1 tys. zł, zaś najniższe do dobrowolnych funduszy emerytalnych – 2,3 tys. zł (wykres 4.7.10).

Liczba prowadzonych IKZE na koniec 2023 r. wzrosła o 8,2% i wyniosła 514,7 tys. Ta forma dobrowolnego oszczędzania charakteryzowała się najwyższym odsetkiem aktywnych kont (84,4%). Podobnie jak w poprzednich latach, najwięcej kont prowadzono w funduszach inwestycyjnych (43,6%), zaś najmniej w bankach (7,1%). Zakłady ubezpieczeń, będące drugimi instytucjami pod względem liczby prowadzonych IKZE, jako jedyne odnotowały ich spadek

(o 2,5%). Najwięcej rachunków przybyło w podmiotach prowadzących działalność maklerską (o 32,3%).

Wykres 4.7.10 Średnie wpłaty przedsiębiorców i osób nieprowadzących działalności gospodarczej na IKZE w 2023 r. w zależności od podmiotów prowadzących konta



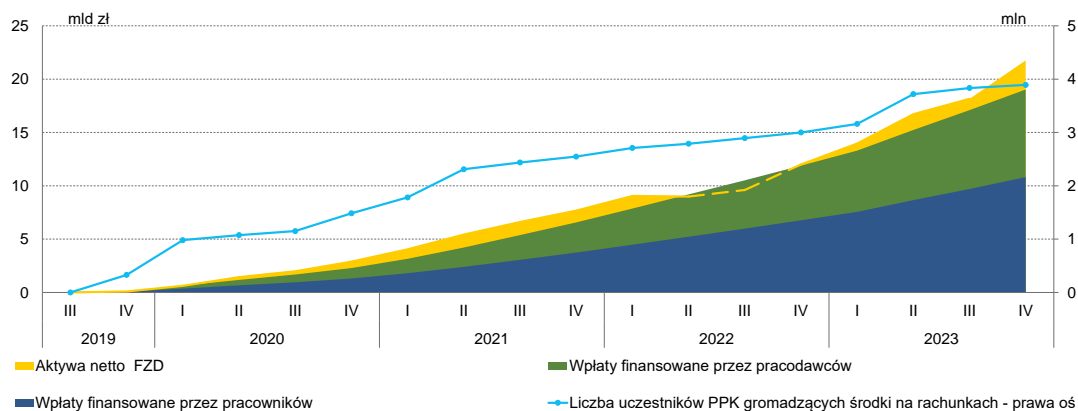
Uwaga: wykres kolumnowy prezentuje wysokość wpłat jako procent maksymalnego limitu wpłat dla danej grupy. Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Liczba podmiotów oferujących IKZE na koniec 2023 r. nie zmieniła się i wyniosła 48. Zaszły jednak zmiany w strukturze tego rynku: dwa TFI i jedno PTE zaprzestały prowadzenia indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego, podczas gdy jedno TFI i dwa podmioty maklerskie wprowadziły je do swojej oferty. Część tych zmian była efektem łączenia się podmiotów. Na koniec 2023 r. IKZE oferowało 21 TFI, dziewięć zakładów ubezpieczeń, dziewięć podmiotów prowadzących działalność maklerską, sześć PTE oraz trzy banki.

4.7.4. Pracownicze plany kapitałowe

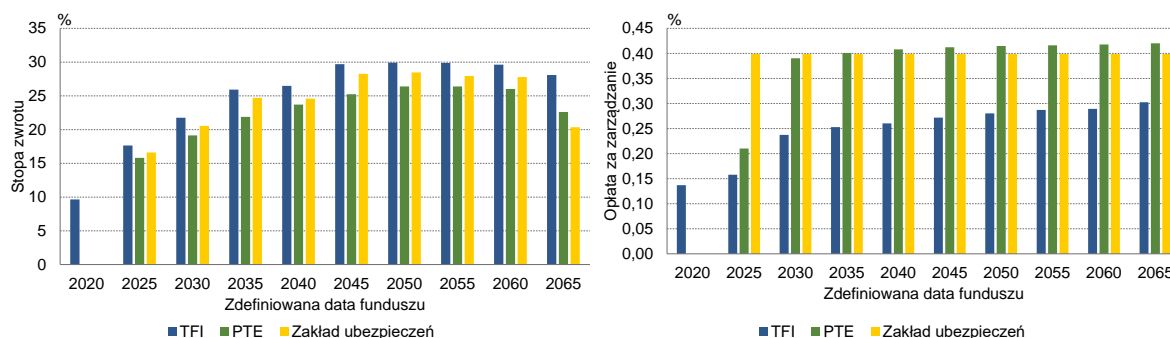
W 2023 r. wartość aktywów netto zgromadzonych w pracowniczych planach kapitałowych wzrosła z 12,0 mld zł do 21,8 mld zł (wykres 4.7.11). Najwięcej środków w zarządzaniu posiadały TFI (87,0%), a najmniej zakład ubezpieczeń (1,0%). Wzrost wartości aktywów był spowodowany zarówno napływem netto środków, jak i dodatnim wynikiem finansowym. Wszystkie fundusze zdefiniowanej daty (FZD) osiągnęły dodatnie roczne stopy zwrotu (wykres 4.7.12). Najwyższe wypracowały fundusze zarządzane przez TFI (26,3%), zaś najniższe zarządzane przez PTE (23,2%). Koszty ponoszone przez uczestników pozostały bez zmian w funduszach prowadzonych przez PTE i zakład ubezpieczeń, jednak zmalały w TFI. Aktywa netto FZD na koniec 2023 r. osiągnęły wartość dwukrotnie wyższą niż suma dotychczasowych wpłat pracowników na PPK.

Wykres 4.7.11 Aktywa netto funduszy zdefiniowanej daty oraz wpłaty do PPK i liczba uczestników w latach 2019–2023



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.7.12 Średnie ważone stopy zwrotu (lew panel) i opłaty za zarządzanie funduszy (prawy panel) w zależności od ich zdefiniowanej daty i rodzaju podmiotu zarządzającego w 2023 r.



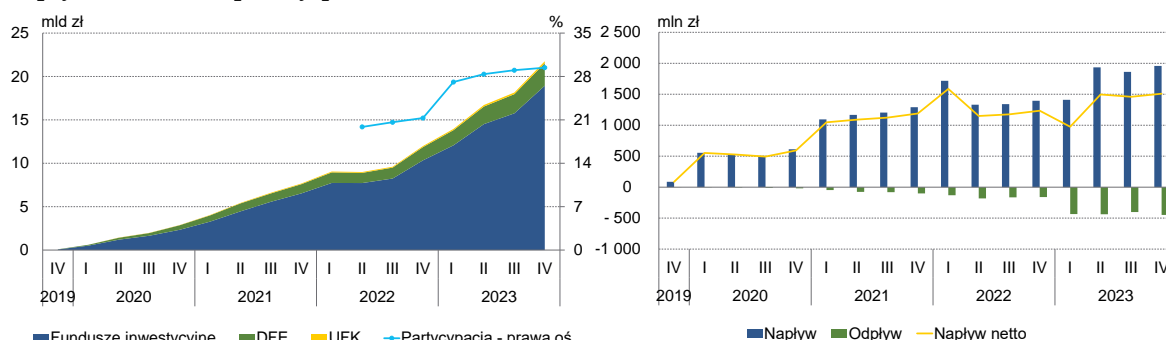
Uwaga: był tylko jeden subfundusz, którego zdefiniowana data to 2020 r. W każdej z pozostałych grup było 18 podmiotów.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF i PFR.

Liczba rachunków działających w ramach PPK w 2023 r. wzrosła o 30,0% do 3,9 mln, z czego unikalnych uczestników było 3,4 mln (wobec 2,5 mln rok wcześniej). Szczególnie wysoki wzrost liczby rachunków nastąpił w drugim kwartale (o 0,5 mln), co było spowodowane przeprowadzonym w kwietniu 2023 r. autozapisem. Zgodnie z ustawą o pracowniczych planach kapitałowych²⁵⁴, co 4 lata, wszyscy uprawnieni do posiadania PPK są automatycznie zapisywani do programu prowadzonego przez ich pracodawcę. W 2023 r. autozapis odbył się po raz pierwszy i miał pozytywny wpływ na wskaźnik partycypacji, który wzrósł z 21,3% do 29,4% (wykres 4.7.13). Podobnie jak w zeszłym roku najwięcej rachunków otwartych było w funduszach o zdefiniowanej dacie 2045 r. (wykres 4.7.14).

²⁵⁴ Art. 23 ust. 6 ustawy z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych (Dz.U. z 2024 r., poz. 427).

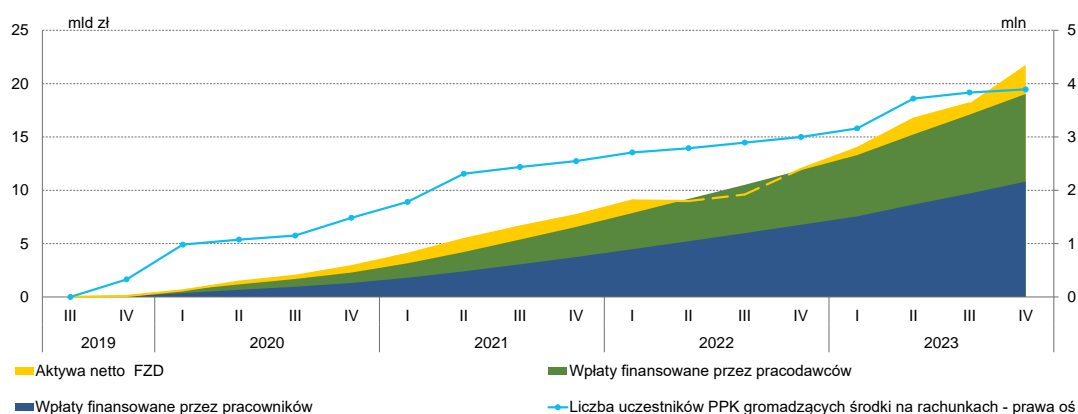
Wykres 4.7.13 Wskaźnik partycypacji w PPK oraz zgromadzone aktywa (lewy panel), napływ i odpływ środków (prawy panel) w latach 2019–2023



Uwaga: napływ środków obejmuje wpłacone składki podstawowe i dodatkowe oraz dopłaty roczne i powitalne; odpływ obejmuje wypłaty, wypłaty transferowe poza PPK oraz zwroty. Wskaźnik partycypacji wskazuje stosunek liczby osób zatrudnionych, które uczestniczą w PPK, do całkowitej liczby zatrudnionych. Dane dotyczące wskaźnika partycypacji uległy korekcie i nie są porównywalne z poprzednimi edycjami raportu.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF oraz PFR.

Wykres 4.7.14 Aktywa netto oraz liczba uczestników FZD w zależności od zdefiniowanej daty funduszu na koniec 2023 r.



Źródło: UKNF, PFR.

Wysoki przyrost nowych rachunków przyczynił się do wzrostu napływu netto środków do funduszy zdefiniowanej daty, który w 2023 r. wyniósł 5,4 mld zł, o 5,7% więcej niż rok wcześniej. W 2023 r. wpłaty wyniosły 7,2 mld zł. Spowodowało to także istotny wzrost wartości dopłat powitalnych, co jednak nie wpłynęło znacząco na strukturę wpłat. Dodatkowe składki pracowników zwiększyły się w większym stopniu niż te podstawowe. Przeciętnie najwyższych wpłat dokonywano na rachunki zatrudnionych w jednostkach sektora finansów publicznych (2,7 tys. zł). Ponadto nastąpił także istotny wzrost wypłacanych środków – do 1,6 mld zł, z czego zwroty stanowiły 1,5 mld zł.

W 2023 r. nie zmieniła się liczba podmiotów zarządzających PPK. Tak jak w poprzednim roku było to 14 TFI, dwa PTE oraz jeden zakład ubezpieczeń. Niezmienna pozostała również liczba funduszy zdefiniowanej daty, która wyniosła 163. Znaczna większość z nich (136) zarządzana była przez

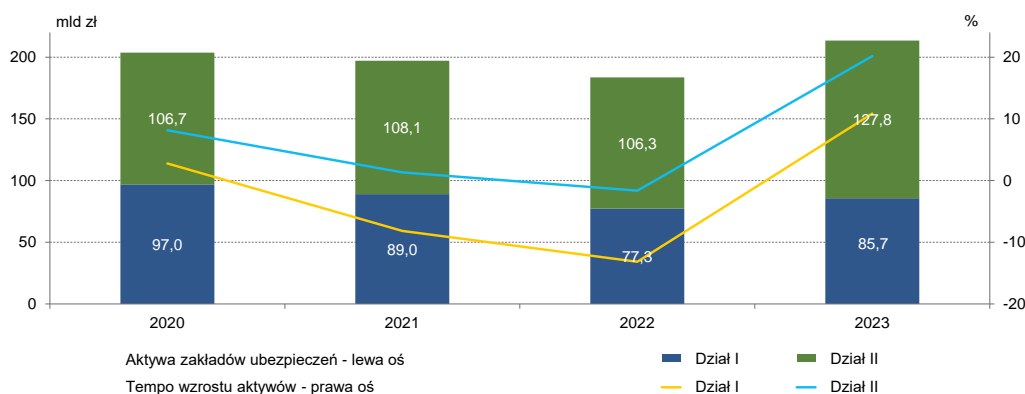
TFI, 18 przez PTE, a dziewięć przez ZU. W przypadku zakładu ubezpieczeń, zarządzanie aktywami PPK zgromadzonymi w formie ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, zostało przekazane towarzystwu funduszy inwestycyjnych z tej samej grupy kapitałowej.

4.8. Zakłady ubezpieczeń

4.8.1. Wielkość sektora

Na koniec 2023 r. wartość aktywów sektora ubezpieczeń²⁵⁵ wyniosła 213,5 mld zł, prawie 30 mld zł więcej niż na koniec 2022 r. Podobnie jak w poprzednich latach, tempo ich zmian w zakładach ubezpieczeń na życie (dział I) było niższe niż w ubezpieczeniach majątkowych (dział II), przez co różnica między aktywami obu działów powiększyła się do 42 mld zł (wykres 4.8.1). Na wzrost wartości aktywów sektora wpłynęła wyższa wycena lokat oraz w mniejszym stopniu wzrost skali działalności. Mimo dalszego odpływu netto środków z ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, ich aktywa netto również wzrosły (o 2,9 mld zł).

Wykres 4.8.1. Aktywa sektora ubezpieczeń i tempo ich zmian w latach 2020–2023



Źródło: UKNF.

Na koniec 2023 r. działalność ubezpieczeniową i reasekuracyjną w Polsce prowadziły 52 zakłady. W dziale I funkcjonowały 23 towarzystwa, a w dziale II – 28 oraz jeden zakład reasekuracji (tabela 4.8.1). W 2023 r. liczba podmiotów zmniejszyła się o jeden w wyniku połączenia dwóch zakładów ubezpieczeń na życie²⁵⁶. Dominującą formą prawną podmiotów sektora była spółka akcyjna. W ten sposób działalność prowadziły 43 zakłady (odpowiednio, 21 i 22 w dziale I i II). Pozostałe dziewięć podmiotów funkcjonowało jako towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych – dwa w dziale I oraz siedem w dziale II (ramka 4.8.1).

²⁵⁵ Informacje dla zakładów ubezpieczeń bazują na danych raportowanych na potrzeby wypłacalności. Dane obejmujące wyniki techniczne i finansowe pochodzą ze sprawozdań statutowych, w przypadku 2023 r. dotyczą danych opublikowanych za IV kwartał.

²⁵⁶ 2 stycznia 2023 r. NN Life (dawniej Met-Life) połączyło się z Nationale-Nederlanden.

Ramka 4.8.1. Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych w krajowym sektorze ubezpieczeń¹

Podmioty sektora ubezpieczeń prowadzą działalność jako spółki akcyjne (SA) lub towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych (TUV)². Ich działalność, zarówno w formie spółki akcyjnej, jak i TUV, jest szczegółowo uregulowana w ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (dalej: ustawa)³. W przypadku towarzystw ubezpieczeń wzajemnych wiele elementów związanych z ich funkcjonowaniem ustawa pozostawia w gestii członków, którzy określają je w statucie towarzystwa. W TUV członkowie tworzą najważniejszy organ – walne zgromadzenie członków, które decyduje m.in. o zakresie prowadzonej działalności, kwestiach finansowych, zasadach wykorzystywania nadwyżki i pokrywania straty, czy powołaniu zarządu oraz rady nadzorczej.

Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych ubezpieczają na zasadzie wzajemności, co oznacza, że ubezpieczający zawierając umowę staje się jednocześnie członkiem towarzystwa. Wysokość składki jest zależna od przebiegu szkodowości w danej grupie ubezpieczeń. Jeśli okres rozliczeniowy charakteryzuje się niskim przebiegiem szkodowym i kończy nadwyżką, składki mogą zostać zwrócone do ubezpieczonych (np. w postaci zniżek w kolejnym okresie) lub przeznaczone na zwiększenie kapitału towarzystwa. Natomiast, jeśli odszkodowania w danym roku przekroczyły przychody ze składek, członkowie TUV mogą zostać wezwani do dopłat w celu pokrycia niedoboru. Dlatego też funkcjonowanie TUV co do zasady nie ma charakteru zarobkowego (not-for-profit)⁴, a ich rentowność jest niższa niż zakładów ubezpieczeń prowadzonych w formie spółek akcyjnych, w których generowane zyski trafiają do ubezpieczyciela i następnie do akcjonariuszy (wykres I). Ponadto, w ramach TUV mogą być tworzone związki wzajemności członkowskiej (ZWC)⁵, które skupiają członków ze wspólnym interesem ubezpieczeniowym. Wspólnoty te często charakteryzują się odmiennym od całego towarzystwa poziomem ryzyka ubezpieczeniowego lub przebiegiem szkodowości⁶. Mają one wspólną pulę składki, z której wypłacane są odszkodowania. W TUV istnieją m.in. ZWC z branży rolniczej, kościelnej, szpitalnej, czy energetycznej.

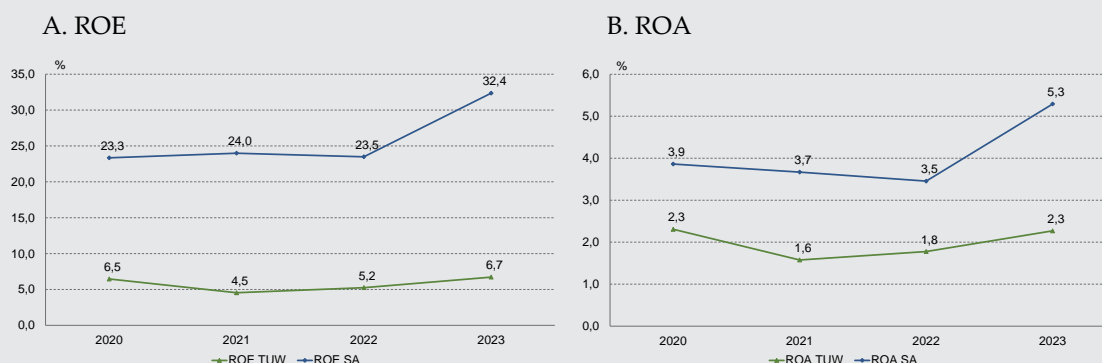
Na koniec 2023 r. w krajowym sektorze funkcjonowało dziewięć towarzystw ubezpieczeń wzajemnych, z czego dwa udzielały ochrony w ramach ubezpieczeń na życie, a pozostałe w dziale ubezpieczeń majątkowych⁷. Udział TUV mierzony składką przypisaną brutto w dziale I był znikomy i na koniec 2023 r. wyniósł 0,16%, podczas gdy w dziale ubezpieczeń majątkowych towarzystwa odpowiadały za 3,5% składki. Uwzględniając tylko bezpośrednią działalność ubezpieczeniową – krajowe TUV nie udzielały bowiem ochrony reasekuracyjnej innym podmiotom – ich udział był wyższy i stanowił 6,5% składki działu II (Tabela I).

Tabela I. Udział TUV w składce z działalności bezpośredniej działu II w latach 2016–2023

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Udział TUV	4,6%	5,2%	5,0%	5,6%	5,9%	5,9%	6,5%	6,5%

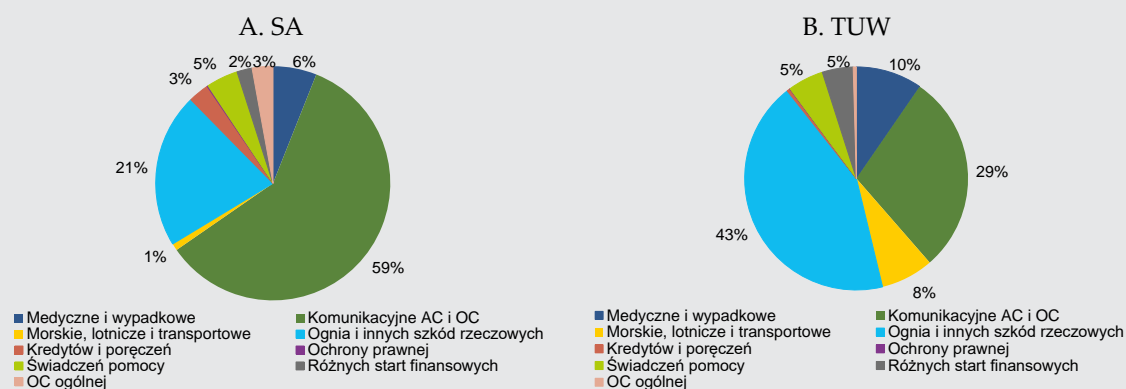
Źródło: UKNF.

Mimo tego, że udział TUV w składce z działalności bezpośredniej stanowił niewielką część sektora, były takie grupy ubezpieczeń, w których ochrona oferowana przez te towarzystwa odgrywała istotną rolę na rynku. Należały do nich przede wszystkim ubezpieczenia morskie, lotnicze i transportowe, ubezpieczenia strat finansowych, a także ubezpieczenia od ognia i innych szkód rzeczowych. Udział TUV w składce przypisanej (z działalności bezpośredniej) w ramach tych grup ubezpieczeń wyniósł odpowiednio 34,2%, 12,4% oraz 11,0%. Z uwagi na to, że TUV nie mogą oferować swoich produktów szerokiemu gronu odbiorców⁸, struktura składki poszczególnych towarzystw była często zależna od zapotrzebowania ich członków (wykres II).

Wykres I. Rentowność kapitału własnego i rentowność aktywów działu II w latach 2020–2023

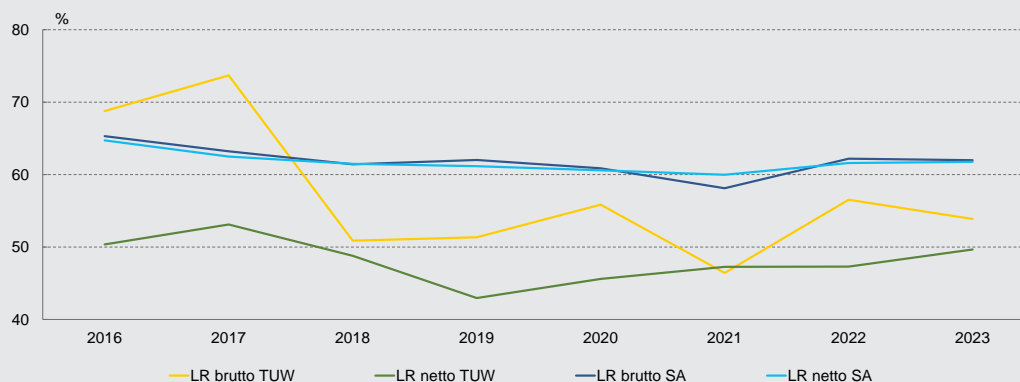
Uwaga: wskaźnik ROE został obliczony jako relacja wyniku finansowego w danym roku do średniej wartości kapitału własnego na koniec poszczególnych kwartałów w danym roku wykazanych w bilansach statutowych. Wskaźnik ROA został obliczony jako relacja statutowego wyniku finansowego w danym roku do średniej wartości aktywów na koniec poszczególnych kwartałów w tym roku wycenionych zgodnie z zasadami Wypłacalność II.

Źródło: UKNF.

Wykres II. Struktura składki przypisanej brutto z działalności bezpośredniej działu II na koniec 2023 r.

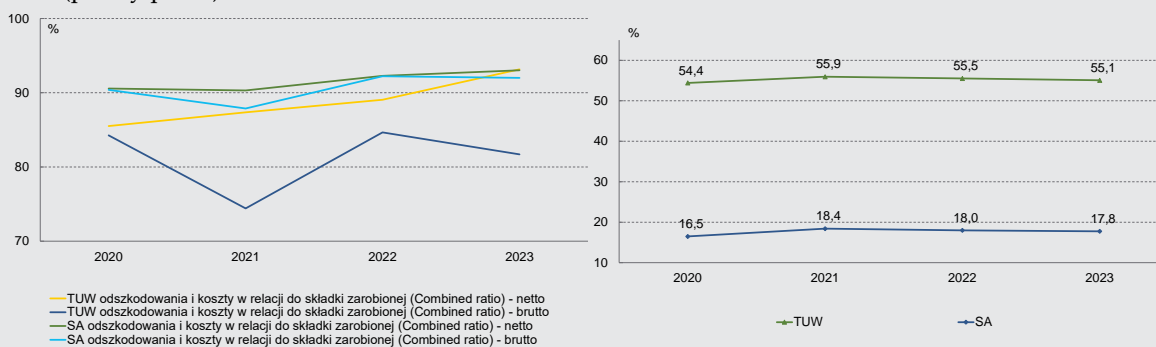
Źródło: UKNF.

Korzystanie z ochrony ubezpieczeniowej udzielanej przez towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych niesie dla członków określone korzyści. Kluczowym aspektem jest zwolnienie z przepisów ustawy o zamówieniach publicznych przy zawieraniu umów ubezpieczenia dla podmiotów będących członkami TUV⁹. Umowa zTUV pozwala również na dostosowanie zakresu ochrony ubezpieczeniowej do indywidualnych potrzeb ich członków, a także na wynegocjowanie korzystniejszych warunków niż w przypadku standardowej oferty w ubezpieczeniach komercyjnych. Ponadto, większe znaczenie mają działania prewencyjne, które ubezpieczający można zastosować w porozumieniu z ubezpieczycielem i tym samym wpłynąć na obniżenie składki za udzielaną ochronę. Przekłada się to również na wskaźniki szkodowości, które dla TUV są niższe niż w ubezpieczeniach oferowanych dla szerokiego grona odbiorców (Wykres III). Należy jednak zaznaczyć, że szkodowość jest także uzależniona od struktury składki. Działalność TUV w dużej mierze opiera się na ubezpieczeniach ogniowo-kradzieżowych charakteryzujących się niższą szkodowością w przeciwieństwie do ubezpieczeń komunikacyjnych, które stanowią najważniejsze źródło przychodów dla zakładów ubezpieczeń w formie spółek akcyjnych.

Wykres III. Wskaźnik szkodowości działu II w latach 2016–2023

Uwaga: na podstawie danych dla celów statutowych; na koniec 2023 r. dane kwartalne.
Źródło: UKNF.

Działalność TUV cechowała się istotną różnicą w szkodowości brutto i netto, co wynikało z wysokiego poziomu stosowanej ochrony reasekuracyjnej. Udział składki przekazywanej reasekuratorom w składce przypisanej brutto TUV utrzymywał się na bardzo wysokim poziomie, 50–60%. Zakres stosowanej ochrony reasekuracyjnej był istotnie wyższy niż jej średni poziom w małych i dużych zakładach ubezpieczeń działających w formie spółek akcyjnych (odpowiednio 30–40% oraz poniżej 20%). Były jednak na rynku takie towarzystwa, dla których wskaźnik ten nie przekraczał kilku procent. TUV, co do zasady jako małe podmioty, dzięki reasekuracji mogły zapewnić sobie odpowiednią pojemność ubezpieczeniową. Wpływało to jednak na efektywność finansową towarzystw. Wskaźnik COR netto utrzymywał się na znacznie wyższym poziomie niż COR brutto, a w 2023 r. osiągnął poziom zbliżony do zakładów w formie spółek akcyjnych (Wykres IV).

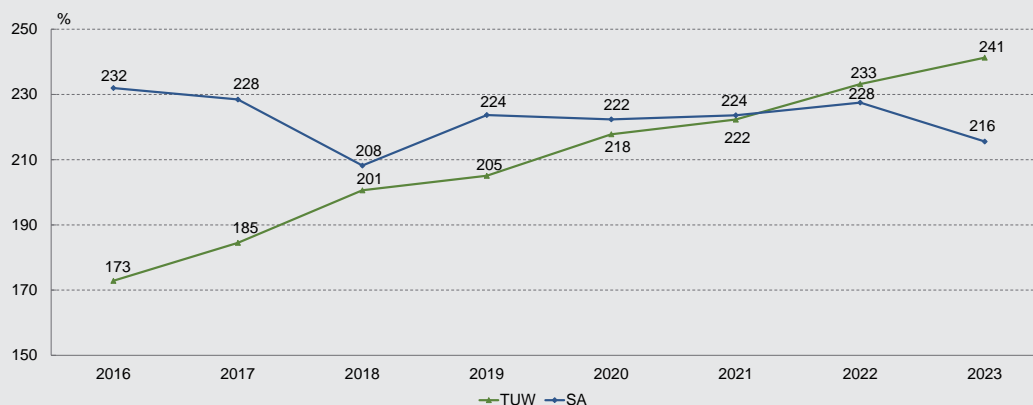
Wykres IV. Wskaźnik COR (lewy panel) oraz udział składki z tytułu reasekuracji w składce przypisanej brutto (prawy panel) działu II w latach 2020–2023

Uwaga: na podstawie danych dla celów statutowych; na koniec 2023 r. dane kwartalne.
Źródło: UKNF.

Wysoki poziom reasekuracji stosowanej przez TUV wpływał także na koszty prowadzonej działalności. TUV przekazywały proporcjonalnie znacznie więcej środków reasekuratorom w ramach wzajemnych rozliczeń niż zakłady w formie spółek akcyjnych¹⁰. W ostatnich czterech latach rozliczenia te dla całego sektora były zawsze ujemne, na korzyść zakładów reasekuracji. Jednak zestawiając je do składki przypisanej brutto w przypadku TUV stanowiły one średnio 25%, podczas gdy dla pozostałych podmiotów wysokość rozliczeń odpowiadała za około 6% składki.

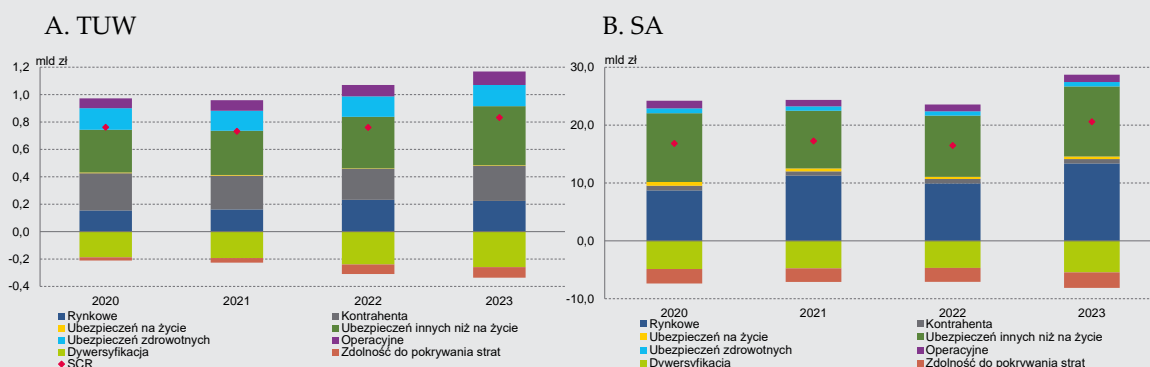
W ostatnich latach wskaźnik pokrycia wymogów kapitałowych w TUV wzrósł i na koniec 2023 r. wyniósł 241% (Wykres V). Działo się tak za sprawą większych podmiotów, w których zwiększyła się wartość nadwyżki ponad wymogi kapitałowe. SCR odzwierciedlał charakter prowadzonej działalności, a jego struktura różniła się dla TUV i zakładów w formie spółek akcyjnych. W przypadku TUV największe obciążenie generował moduł ryzyka aktuarialnego w ubezpieczeniach innych niż na życie, podczas gdy w zakładach w formie spółek akcyjnych przeważał moduł ryzyka rynkowego oraz aktuarialnego. Dla TUV wymóg z tytułu ryzyka rynkowego był istotnie niższy, co wynikało ze struktury lokat. Blisko ¼ aktywów stanowiły skarbowe papiery dłużne, a poziom depozytów sięgał 10%, podczas gdy akcje oraz tytuły uczestnictwa odgrywały marginalną rolę (2,4%). Towarzystwa, dzięki wysokiemu poziomowi stosowanej ochrony reasekuracyjnej, istotnie obniżały wysokość wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka katastroficznego, a tym samym poziom SCR dla ryzyka aktuarialnego. Jednocześnie wpływało to na zwiększenie wymogu z tytułu ryzyka kontrahenta (Wykres VI).

Wykres V. Wskaźnik pokrycia kapitałowego wymogu wypłacalności (SCR) działu II w latach 2016–2023



Źródło: UKNF.

Wykres VI. Kapitałowy wymóg wypłacalności działu II w latach 2020–2023



Źródło: UKNF.

Mimo długiej tradycji ubezpieczeń wzajemnych na rynku światowym, postępujący w ostatnich dekadach proces globalizacji oraz tworzenia konglomeratów finansowych sprzyjał demutualizacji, tj. przekształcaniu TUV w spółki akcyjne. Na świecie istnieją jednak rynki, gdzie ubezpieczenia wzajemne odgrywają istotną rolę¹¹. Czynnikiem, który odróżnia je od polskiego rynku ubezpieczeń wzajemnych, jest rozwinięta działalność towarzystw udzielających ochrony w ramach ubezpieczeń na życie. Wydaje się, że funkcjonowanie TUV w dziale I może nieść wiele korzyści dla uczestników rynku. Oferta ubezpieczeniowa jest bowiem lepiej dostosowana do realnych potrzeb klientów, a ubezpieczyciel redukuje koszty dystrybucji,

co sprzyja niższym cenom oferowanych produktów. Ponadto ubezpieczanie na zasadzie wzajemności redukuje potencjalne zjawisko *moral hazard* oraz nadużyć przy dystrybucji. Niestety, w Polsce ten segment rynku wciąż czeka na rozwój.

¹ Z uwagi na znikomy zakres działalności prowadzonej przez towarzystwa w dziale ubezpieczeń na życie, analiza uwzględnia jedynie podmioty udzielające ochrony w ramach ubezpieczeń majątkowych.

² Istnieje także forma spółki europejskiej, jednak w krajowym sektorze ubezpieczeń żaden zakład nie prowadził działalności w takiej formie.

³ Rozdział 4. i 5. ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. z 2015 r., poz. 1844 z późn. zm.).

⁴ Płonka M., Zasada wzajemności jako przesłanka konkurencyjności w sektorze ubezpieczeń, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe nr 11, Kraków 2011.

⁵ Art. 108 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej.

⁶ Saganowski T., Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych w polskim systemie ubezpieczeń (stan i perspektywy), Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Materiały dydaktyczne 108, Poznań 2001.

⁷ W 2023 r. jedno towarzystwo w dziale II (TUZ TUW) było w procesie przekształcenia w spółkę akcyjną, który ma zostać zakończony w 2024 r.

⁸ Art. 111 ust. 3 ustawy ustanawia limit składek w wysokości 10% składki przypisanej brutto dla ubezpieczeń osób, które nie są członkami towarzystwa. Osoby te nie mogą być także zobowiązane do udziału w pokrywaniu straty przez wnoszenie dodatkowej składki ubezpieczeniowej.

⁹ Art. 103 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej.

¹⁰ Do wzajemnych rozliczeń zaliczają się przekazywane reasekuratorom za udzielaną ochronę składki oraz odszkodowania i świadczenia, a także prowizje reasekuracyjne wypłacane przez reasekuratorów.

¹¹ European Mutual Market Share 2023, ICMIF, European Mutual Market Share 2023 - International Cooperative and Mutual Insurance Federation (icmif.org).

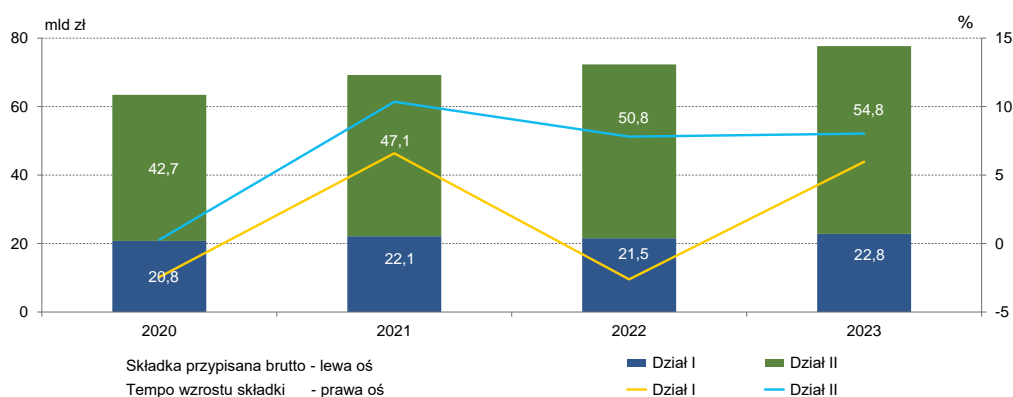
Tabela 4.8.1. Zakłady ubezpieczeń i reasekuracji prowadzące działalność w Polsce w latach 2020–2023

	2020	2021	2022	2023
Zakłady ubezpieczeń i reasekuracji	59	55	53	52
Dział I – ubezpieczenia na życie	26	25	24	23
Dział II – ubezpieczenia majątkowe	33	30	29	29

Uwaga: zakład reasekuracji został zaliczony do podmiotów prowadzących działalność w dziale II.

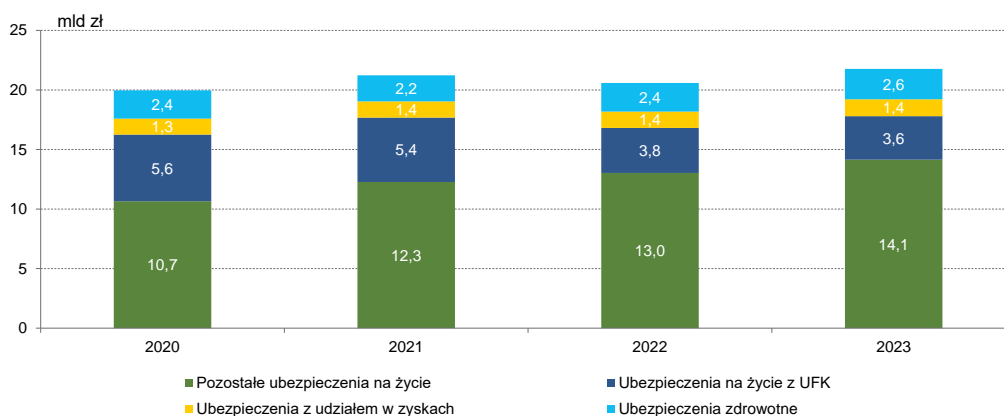
Źródło: UKNF.

Składka przypisana brutto zakładów ubezpieczeń w 2023 r. wyniosła 77,7 mld zł, o 5,4 mld zł więcej niż w 2022 r. Dodatkowo tempo zmian odnotowano w obu działach ubezpieczeń (wykres 4.8.2). Zakłady ubezpieczeń na życie otrzymały 22,8 mld zł (o 1,3 mld zł więcej niż w 2022 r.), a podmioty ubezpieczeń majątkowych – 54,8 mld zł (o 4,1 mld zł więcej niż w 2022 r.). Wyższe przychody w dziale I pochodziły głównie z pozostałych ubezpieczeń na życie, w których składka zwiększyła się o 1,1 mld zł. W dziale II wzrost wpływów z tytułu składki był przede wszystkim generowany przez dobrowolne ubezpieczenia komunikacyjne AC (o 1,5 mld zł więcej niż w 2022 r.), a także ubezpieczenia od ognia i innych szkód rzeczowych (o 0,9 mld zł) oraz ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych (o 0,5 mld zł).

Wykres 4.8.2. Składka przypisana brutto zakładów ubezpieczeń i tempo jej zmian (2020–2023)

Źródło: UKNF.

Najwięcej składki z tytułu ubezpieczeń na życie w 2023 r. zebrano z pozostałych ubezpieczeń na życie – 14,1 mld zł, co stanowiło prawie 2/3 składki całego działu. W tej linii biznesowej znajdowały się tradycyjne ubezpieczenia na życie i dożycie. Główną rolę w tym obszarze odgrywały pracownicze ubezpieczenia grupowe oraz indywidualnie kontynuowane (po przejściu na emeryturę lub zmianie pracy). Ponadto dużą część stanowiły ubezpieczenia związane z kredytami i pożyczkami. Były one dystrybuowane przede wszystkim przez banki. W 2023 r. wzrosła składka z tytułu produktów, w których suma ubezpieczenia była zbliżona do wpłaconej przez klienta, najczęściej jednorazowej, składki. Umowy te były zawierane na krótki okres (od roku do pięciu lat). Wpływy z ubezpieczeń z UFK wyniosły 3,6 mld zł, tylko o 0,1 mld zł mniej niż w poprzednim roku. Podobnie jak we wcześniejszych latach, przychody z ubezpieczeń zdrowotnych oraz z udziałem w zyskach utrzymywały się na relatywnie niższych poziomach (wykres 4.8.3). Ubezpieczenia zdrowotne były zawierane zarówno w formie grupowej, jak i indywidualnej, natomiast domeną ubezpieczeń z udziałem w zyskach było indywidualne uczestnictwo.

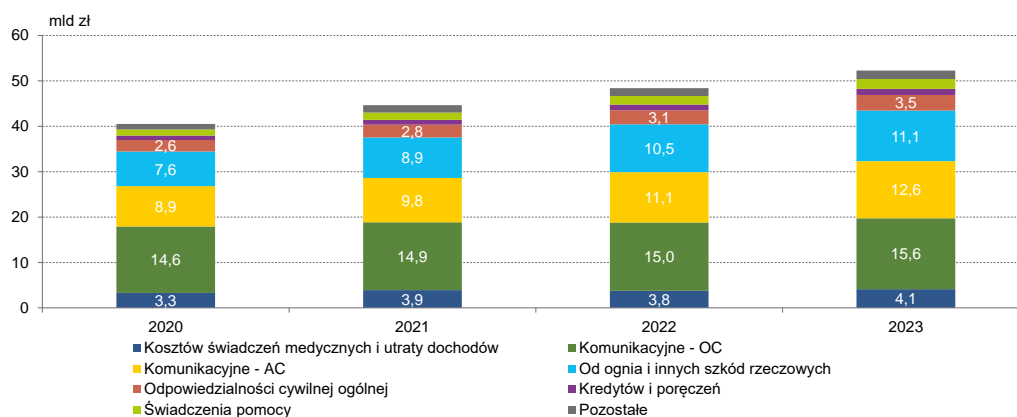
Wykres 4.8.3. Składka przypisana brutto w dziale ubezpieczeń na życie według linii biznesowych w latach 2020–2023

Uwaga: na wykresie przedstawiono składkę z ubezpieczeń bezpośrednich.

Źródło: UKNF.

W dziale II największe wpływy pochodziły z ubezpieczeń komunikacyjnych. O ile umowy OC wciąż dominowały pod względem przychodów, o tyle ich przewaga nad AC znacznie się zmniejszyła, do czego przyczynił się wzrost składek tych ostatnich. Kolejną kategorią produktów były ubezpieczenia od ognia i innych szkód rzeczowych, które wygenerowały 11,1 mld zł składek (wykres 4.8.4). Ta grupa odnotowała również największy wzrost udziału w sektorze.

Wykres 4.8.4. Składka przypisana brutto w dziale ubezpieczeń majątkowych według linii biznesowych w latach 2020–2023



Uwaga: na wykresie przedstawiono składkę z ubezpieczeń bezpośrednich.

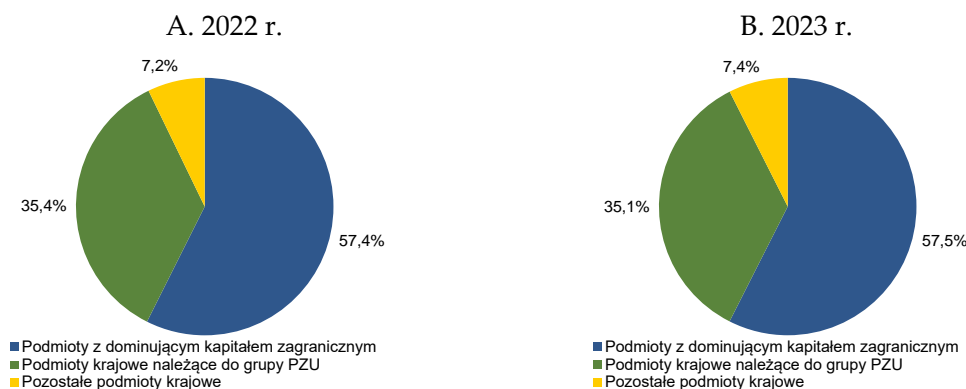
Źródło: UKNF.

Struktura własnościowa sektora ubezpieczeń w 2023 r. nie zmieniła się. Przeważały w niej podmioty o dominującym kapitale zagranicznym, których akcjonariuszami były głównie holdingowe spółki ubezpieczeniowe. Na koniec 2023 r udział zakładów z większościovym kapitałem zagranicznym w składce przypisanej brutto wyniósł 57,5% (wykres 4.8.5). Wśród podmiotów z dominującym kapitałem krajowym najwięcej składki pozyskała grupa PZU. Jej udział w sektorze spadł nieznacznie, z 35,4% w 2022 r. do 35,1% na koniec 2023 r., podczas gdy pozostałych podmiotów krajowych zwiększył się do 7,4%. Na koniec 2023 r. działalność ubezpieczeniową w Polsce na zasadzie swobody świadczenia usług wykonywało 606 zakładów ubezpieczeń z Unii Europejskiej i innych państw należących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego, natomiast w formie oddziału notyfikację posiadały cztery zakłady ubezpieczeń na życie, 19 zakładów ubezpieczeń majątkowych oraz jeden zakład reasekuracji. W 2023 r. do KNF wpłynęło 17 zawiadomień od zagranicznych podmiotów o zamiarze podjęcia transgranicznej działalności ubezpieczeniowej na zasadzie swobody świadczenia usług, natomiast nie odnotowano żadnego zawiadomienia odnośnie do podjęcia działalności w formie oddziału²⁵⁷. Wśród krajowych podmiotów tylko dwa z działu I oraz dziesięć działu II zebrały składkę

²⁵⁷ Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2023 roku:
https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie_z_dzialalnosci_UKNF_oraz_KNF_w_2023_roku.pdf

z działalności prowadzonej poza granicami Polski. Stanowiło to jednak marginalną część usług świadczonych przez krajowy sektor ubezpieczeń (1,7% składki przypisanej brutto).

Wykres 4.8.5. Struktura składki zakładów ubezpieczeń w Polsce według pochodzenia kapitału podstawowego zakładów w 2022 i 2023 r.



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

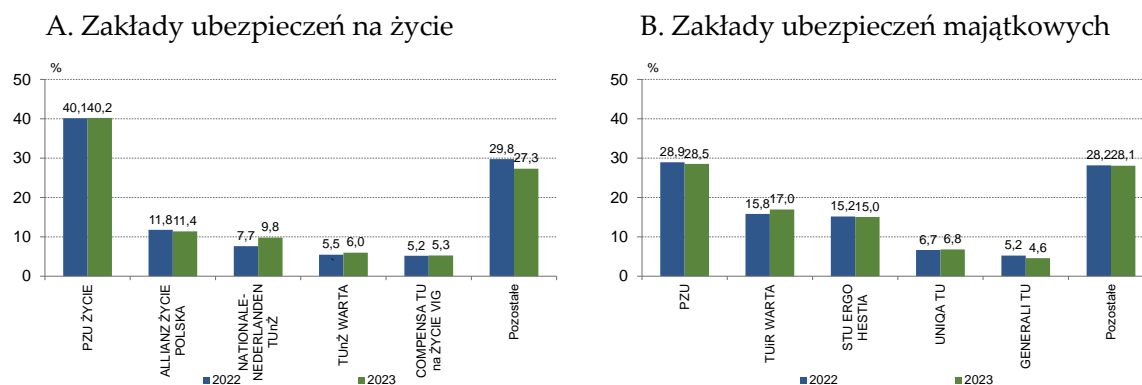
Poziom koncentracji sektora ubezpieczeń w 2023 r. wzrósł trzeci rok z rzędu. W obu działach udział trzech największych podmiotów przekroczył 60%, a pięciu wyniósł ponad 70%. W szczególności zwiększyły się współczynniki działu I. Po raz pierwszy od 2020 r. były one wyższe niż w dziale II (tabela 4.8.2). Wzrost wskaźników CR3 i CR5 spowodowany był głównie połączeniem dwóch zakładów ubezpieczeń na życie, z których jeden w 2022 r. zajmował trzecie miejsce pod względem zebranej składki, oraz wzrostem aktywności zakładów z jednej grupy kapitałowej. W dziale II udział pięciu największych podmiotów utrzymał się na podobnym poziomie (wykres 4.8.6).

Tabela 4.8.2. Współczynniki koncentracji sektora ubezpieczeń w latach 2020–2023

	2020	2021	2022	2023
Dział I – ubezpieczenia na życie				
CR3 (w %)	59,7	56,9	59,6	61,4
CR5 (w %)	69,1	67,1	70,2	72,7
HHI	0,2058	0,1873	0,1944	0,1978
Dział II – ubezpieczenia majątkowe				
CR3 (w %)	59,3	59,2	59,9	60,5
CR5 (w %)	68,5	71,3	71,8	71,9
HHI	0,1427	0,1424	0,1462	0,1465

Uwaga: w tabeli przedstawiono udział w składce przypisanej brutto trzech i pięciu największych podmiotów oraz współczynnik HHI.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.8.6. Udział wybranych zakładów ubezpieczeń w składce przypisanej brutto w latach 2022–2023

Uwaga: składka Nationale-Nederlanden TUUnŻ za 2022 r. jest składką zebraną przez jeden z połączonych podmiotów, który miał większy udział w rynku.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Na koniec 2023 r. dystrybucją ubezpieczeń zajmowało się 28 060 agentów ubezpieczeniowych, 278 301 osób wykonujących czynności agencyjne, 1 432 brokerów ubezpieczeniowych oraz 64 brokerów reasekuracyjnych. Tak samo jak w poprzednich latach, dystrybucja opierała się na działalności agentów ubezpieczeniowych, a ich udział w składce w 2023 r. wyniósł 64,5%. Dominowali oni w sprzedaży indywidualnych ubezpieczeń na życie (78,3%) oraz ubezpieczeń majątkowych. Najbardziej zdywersyfikowanymi kanałami sprzedaży charakteryzowały się grupowe ubezpieczenia na życie, gdzie równie istotną rolę, co agenci pełnili brokerzy oraz sprzedaż bezpośrednia. W 2023 r. kanał *bancassurance* miał taki sam udział w składce, co w 2022 r. (6,9%), jednak zwiększyła się jego rola w sprzedaży indywidualnych ubezpieczeń na życie kosztem pozostałych ubezpieczeń (tabela 4.8.3).

Tabela 4.8.3. Udział kanałów dystrybucji według pozyskanej składki w 2022 r. i 2023 r. (w %)

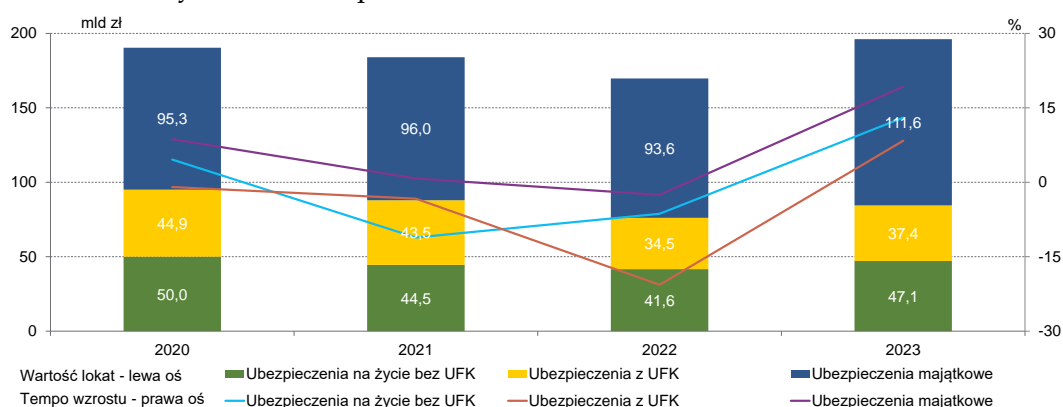
Kanały dystrybucji	Ubezpieczenia indywidualne na życie		Ubezpieczenia grupowe na życie		Ubezpieczenia majątkowe	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Sprzedaż bezpośrednia	22,0	21,4	29,4	27,0	12,0	10,9
Agenci ubezpieczeniowi	77,7	78,3	38,1	38,4	65,8	65,6
- w tym banki	25,3	26,9	2,4	1,5	3,2	3,0
Brokerzy	0,3	0,4	32,4	34,7	20,7	22,1
Inne kanały dystrybucji	0,0	0,0	0,1	0,0	1,4	0,9

Źródło: UKNF.

4.8.2. Lokaty zakładów ubezpieczeń²⁵⁸

Na koniec 2023 r. lokaty zakładów ubezpieczeń osiągnęły rekordowe 196,1 mld zł. W porównaniu z końcem 2022 r. ich wartość zwiększyła się o 26,4 mld zł, z czego w dziale I o 8,3 mld zł (w tym 2,9 mld zł dotyczyło środków UFK), a w dziale II o 18 mld zł (wykres 4.8.7). Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu wyceny inwestycji dokonanych przez zakłady ubezpieczeń.

Wykres 4.8.7. Lokaty sektora ubezpieczeń w latach 2020–2023



Źródło: UKNF.

Wartość lokat zakładów ubezpieczeń na życie (bez UFK) w 2023 r. wzrosła o 5,4 mld zł i wyniosła na koniec roku 47,1 mld zł. Prawie 70% (32,8 mld zł) tej kwoty stanowiły skarbowe papiery wartościowe²⁵⁹, o 6,5 mld zł więcej w porównaniu z końcem 2022 r. Wpłynęły na to zarówno zakup nowych instrumentów, jak i zmiany w wycenie spowodowane niższymi rentownościami. Udział tytułów uczestnictwa, drugiej największej kategorii lokat, był ponad sześciokrotnie mniejszy niż papierów skarbowych (wykres 4.8.8). Wartość środków utrzymywana w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania wyniosła 5,1 mld zł, jedynie o 0,2 mld zł więcej niż na początku roku. Zakłady przede wszystkim preferowały krajowe fundusze, z czego 90% ulokowano w tytuły uczestnictwa podmiotów stosujących politykę funduszu zamkniętego. Spadła natomiast wartość depozytów bankowych i środków pieniężnych, z 2,2 mld zł do 1,4 mld zł.

Mimo dalszego odpływu netto środków z ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, wartość lokat UFK wzrosła, z 34,5 mld zł na koniec 2022 r. do 37,4 mld zł na koniec 2023 r. Ich struktura nie zmieniła się istotnie. W dalszym ciągu największy udział (ponad 80%) w portfelu miały tytuły uczestnictwa, których wartość na koniec 2023 r. wyniosła 30,6 mld zł, o 2,4 mld zł więcej niż na koniec 2022 r. Krajowe podmioty były emitentami lub zbywcami tytułów o wartości 27,4 mld zł.

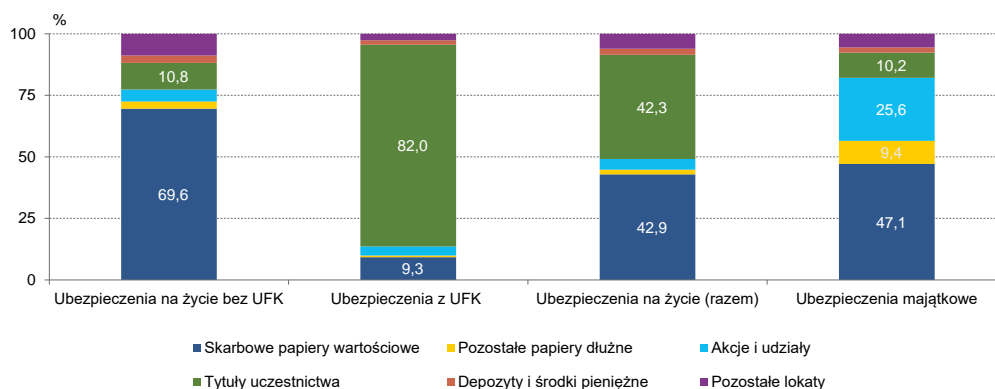
²⁵⁸ W lokatach uwzględniono także pożyczki, nieruchomości wykorzystywane na własne cele oraz środki pieniężne.

²⁵⁹ W pozycji skarbowe papiery wartościowe uwzględniono papiery emitowane lub gwarantowane przez rządy centralne, banki centralne oraz instytucje na szczeblu ponadnarodowym.

Na koniec 2023 r. jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych było 14,6 mld zł, a specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych – 11,4 mld zł. W ramach inwestycji w tytuły tych ostatnich przeważały instrumenty zbywane przez podmioty stosujące politykę funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Z kolei wartość certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych posiadanych w ramach UFK wyniosła 1,4 mld zł (spadek o 0,4 mld zł). Natomiast wśród zagranicznych tytułów uczestnictwa dominowały instrumenty funduszy UCITS. Ponadto, podobnie jak w poprzednich latach, fundusze dłużne dominowały nad akcyjnymi. Wartość skarbowych papierów wartościowych wyniosła 3,5 mld zł, o 0,3 mld zł więcej niż na koniec poprzedniego roku.

Lokaty zakładów działu II wzrosły z 93,6 mld zł na koniec 2022 r. do 111,6 mld zł na koniec 2023 r. Skarbowe papiery wartościowe, główny składnik lokat, zwiększyły w 2023 r. swoją wartość o 20%, do 52,6 mld zł na koniec roku. Zakłady chętnie inwestowały nowe środki w te instrumenty. Ponad 25% lokat działu II stanowiły akcje i udziały, głównie jednostek zależnych. Na skutek wzrostu wyceny wartość tych instrumentów zwiększyła się o 6,2 mld zł, do 28,6 mld zł na koniec grudnia 2023 r. Z kolei ulokowana w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych kwota w analizowanym okresie zwiększyła się o 0,7 mld zł, do 11,4 mld zł.

Wykres 4.8.8. Struktura lokat zakładów ubezpieczeń na koniec 2023 r.



Uwaga: w pozycji skarbowe papiery wartościowe uwzględniono papiery emitowane lub gwarantowane przez rządy centralne, banki centralne oraz instytucje na szczeblu ponadnarodowym.

Źródło: UKNF.

Bezpośrednie inwestycje w krajowe obligacje skarbowe stanowiły 30% lokat sektora ubezpieczeń. Udział zakładów ubezpieczeń w rynku tych instrumentów na koniec 2023 r. wyniósł 6,9% (7,2% na koniec 2022 r.). Zakłady preferowały obligacje stałokuponowe, których udział wyniósł około 80%. *Duration* tych instrumentów zwiększyło się z 4,2 do 4,9 roku. Poza wysoką ekspozycją na te papiery, sektor ubezpieczeń był silnie powiązany z innymi podmiotami sektora finansowego. Zaangażowanie towarzystw ubezpieczeń w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych wyniosło na koniec 2023 r. 47,1 mld zł, w tym 42,2 mld zł w podmioty krajowe. Ekspozycja na inne

instytucje finansowe utrzymała się na poziomie zbliżonym do końca 2022 r. (7,3 mld zł). Zmieniła się jednak jej struktura, zwiększył się udział podmiotów zagranicznych, kosztem krajowych.

W 2023 r. ekspozycja zakładów ubezpieczeń na sektor bankowy wzrosła o 5,8 mld zł, do 22,3 mld zł na koniec roku, w tym 18,8 mld zł w odniesieniu do krajowych instytucji kredytowych. Przeważały akcje, głównie jednostek zależnych, które głównie odpowiadały za wzrost zaangażowania. Ponadto zwiększyła się rola instrumentów dłużnych w aktywach bankowych posiadanych przez ubezpieczycieli. Na koniec 2023 r. było ich 5,3 mld zł, o 1,3 mld zł więcej niż na koniec 2022 r. Za tę zmianę odpowiadały zakłady działu II, które nabyły w 2023 r. obligacje banków, zarówno zagranicznych, jak i krajowych. Wśród polskich instrumentów zakupionych przez zakłady dominowały obligacje emitowane w celu spełnienia wymogu MREL. Z kolei w analizowanym okresie spadła wartość środków pieniężnych zdeponowanych w instytucjach kredytowych, z 5 mld zł na koniec 2022 r. do 4,3 mld zł na koniec 2023 r.

Zakłady ubezpieczeń były istotnie zaangażowane w instrumenty emitowane przez podmioty sektora ubezpieczeń lub udzielone przez zakłady pożyczki. W porównaniu z końcem 2022 r. wartość tych ekspozycji wzrosła o 1,4 mld zł, do 17,2 mld zł na koniec roku 2023 r. W większości były to akcje innych zakładów ubezpieczeń, w szczególności podmiotów działu I posiadane przez zakłady ubezpieczeń majątkowych. Udzielone pożyczki i instrumenty dłużne wyniosły niecały 1 mld zł.

Finansowanie sfery realnej przez zakłady ubezpieczeń znajdowało się w dalszym ciągu na niskim poziomie. Na koniec 2023 r. wyemitowane przez podmioty sektora niefinansowego instrumenty dłużne oraz udzielone tym podmiotom pożyczki wyniosły 5,8 mld zł, o 0,3 mld zł więcej niż na koniec 2022 r., jednak udział w lokatach pozostawał na niskim poziomie (3%). Zakłady nie inwestowały także w nieruchomości.

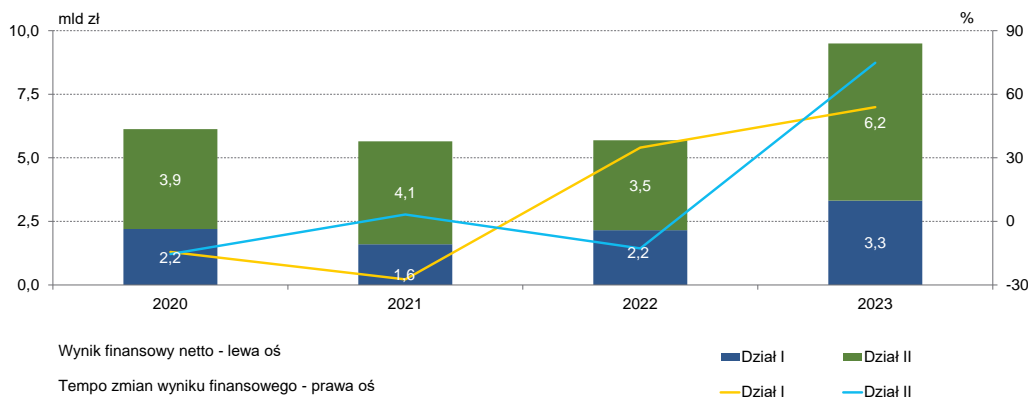
4.8.3. Wyniki finansowe sektora

W 2023 r. sektor ubezpieczeń osiągnął najwyższy w historii zysk netto – 9,5 mld zł. W porównaniu z 2022 r. wynik finansowy był o 3,8 mld zł (o 67%) wyższy. Zakłady ubezpieczeń na życie wypracowały 3,3 mld zł, a ubezpieczenia majątkowe – 6,2 mld zł (wykres 4.8.9). Ponadprzeciętne wyniki były przede wszystkim zasługą zysków z lokat, w tym niezrealizowanych, a w mniejszym stopniu podstawowej działalności ubezpieczeniowej. W porównaniu z 2022 r. zysk techniczny ubezpieczeń na życie²⁶⁰ wzrósł o 1,3 mld zł, do 4,1 mld zł, a w ubezpieczeniach majątkowych wyniósł 2,9 mld zł (o 0,1 mld zł więcej). Rekordowe wyniki sektora były zasługą dominujących podmiotów obu działów. W dziale I największy zakład osiągnął zysk w wysokości ponad połowy całego działu, a w ubezpieczeniach majątkowych lider odpowiadał za prawie 2/3 wyniku. Mimo

²⁶⁰ W rachunku technicznym zakładów ubezpieczeń na życie ujmuje się także zyski i straty z lokat.

to, tylko po trzy zakłady obu działów poniosły stratę finansową, która łącznie nie przekroczyła 200 mln zł.

Wykres 4.8.9. Wyniki finansowe sektora ubezpieczeń w latach 2020–2023



Uwaga: dane ze statutowych sprawozdań finansowych.

Źródło: UKNF.

Wzrost zysku technicznego działu I w 2023 r. był zasługą ubezpieczeń zaliczanych do grupy 1 (ubezpieczenia na życie i dożycie), które wypracowały 1,4 mld zł wyniku, o 1,2 mld zł więcej niż w 2022 r. Wpływ na to miały większe zyski z lokat, jak również lepsze wyniki z działalności ubezpieczeniowej. Mniejsze świadczenia z tej grupy ubezpieczeń wynikały z niższej śmiertelności. Choć w 2023 r. wypłaty wróciły do stanu sprzed pandemii COVID-19²⁶¹, składka zwiększyła się o ponad 35%. Istotnie zatem wzrosły ceny tych ubezpieczeń. Największą kontrybucją w wyniku cieszyły się wciąż ubezpieczenia z grupy 5 (ubezpieczenia chorobowe i wypadkowe), które wypracowały 2 mld zł zysku, podobnie jak w poprzednim roku. Ubezpieczenia te charakteryzowały się wysoką marżą, stanowiącą ponad 25% zebranej składki, co wiązało się z niską wartością dla klienta. W tej grupie zawarte były ubezpieczenia zdrowotne oraz dodatkowe do ubezpieczeń na życie. Z kolei ograniczenie kosztów działalności ubezpieczeniowej w ubezpieczeniach z UFK spowodowało wzrost wyniku z 0,5 mld zł do 0,6 mld zł.

Zakłady ubezpieczeń majątkowych wypracowały 2,9 mld zł zysku technicznego, z czego 2,8 mld zł pochodziło z działalności bezpośredniej, a 0,1 mld zł z tytułu reasekuracji czynnej. Największy udział miały ubezpieczenia komunikacyjne AC, które odpowiadały za jedną trzecią zysku technicznego z działalności bezpośredniej. Wynik tej grupy był na tym samym poziomie co w 2022 r. (0,9 mld zł). Rosnące odszkodowania i koszty działalności zostały bowiem zniwelowane wyższą składką. Po raz pierwszy od 2016 r. ubezpieczenia komunikacyjne OC odnotowały stratę (0,1 mld zł). Zakłady bowiem z pewnym opóźnieniem korygowały swoje taryfy. Z kolei rosnąca składka w ubezpieczeniach szkód spowodowanych żywiołami, czy kradzieżami w dużej części

²⁶¹ W 2023 r. zmarło w Polsce 398 tys. osób, co jest zbliżone do średniej z lat 2015–2019. Z kolei w 2022 r. liczba zgonów wyniosła 447 tys. osób.

przełożyła się na wzrost wyniku w tych grupach, z 0,4 mld zł do 0,8 mld zł. Najbardziej rentowną linią biznesową pozostawały ubezpieczenia wypadkowe, które wypracowały 0,4 mld zł zysku, przy składce na poziomie 1,6 mld zł.

W 2023 r. zakłady ubezpieczeń zapłaciły 1,8 mld zł podatku dochodowego, tj. o 0,5 mld zł więcej niż w 2022 r. Podmioty działu I odpowiadały za 0,8 mld zł, a działu II – 1 mld zł. Relatywnie więcej podatku dochodowego odprowadziły zakłady ubezpieczeń na życie, w przypadku których uiszczona danina stanowiła 20% zysku brutto, natomiast wpłata zakładów ubezpieczeń majątkowych wyniosła tylko 14% ich wyniku finansowego brutto. Wiązało się to z udziałem zwolnionych z podatku dywidend jednostek zależnych w przychodach działu II. Sektor ubezpieczeń był też płatnikiem podatku od niektórych instytucji finansowych²⁶². Naliczany był on od aktywów²⁶³ zakładów ubezpieczeń wchodzących w skład grupy kapitałowej, które przekraczały 2 mld zł i której jednostką dominującą był podmiot krajowy. W 2023 r. podatkiem objęta była około połowa zakładów ubezpieczeń, a szacunkowa wartość należnej daniny wyniosła 0,7 mld zł.

4.8.4. Wybrane wskaźniki techniczne sektora i reasekuracja

W 2023 r. współczynniki szkodowości²⁶⁴ działu II utrzymały się na zbliżonym poziomie do 2022 r. Po raz kolejny pogorszyła się szkodowość w ubezpieczeniach komunikacyjnych OC – wskaźnik ten wzrósł z 76,4% do 78,6%, co było najwyższą wartością od 2016 r., jednak w dalszym ciągu znacznie poniżej poziomu z tamtego okresu. W dobrowolnych ubezpieczeniach AC, drugiej najistotniejszej linii biznesowej działu ubezpieczeń majątkowych, również odnotowano wzrost szkodowości, jednak jedynie o 0,8 pkt procentowego. Mimo to, cały sektor utrzymywał bezpieczny poziom tego parametru (wykres 4.8.10).

W 2023 r. efektywność zakładów ubezpieczeń majątkowych, mierzona wskaźnikiem COR²⁶⁵, pogorszyła się nieznacznie. Na udziale własnym miara ta wzrosła o 0,7 pkt procentowego, do 94,6%. Z kolei na bazie brutto utrzymała się na poziomie zbliżonym do roku poprzedniego (wykres 4.8.11). Wskaźniki COR były jednak dużo niższe niż w 2016 r., kiedy ich wartość zbliżała się do 100%.

²⁶² Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz.U. z 2019 r., poz. 1836).

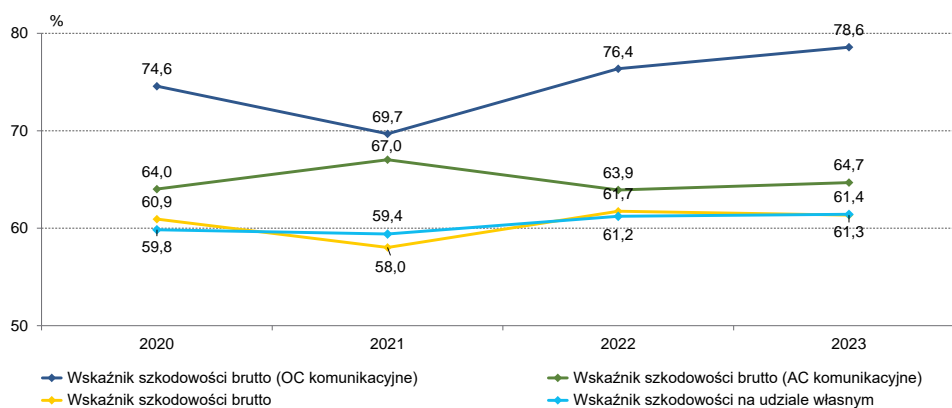
²⁶³ Podatek naliczany był również od aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, jednak z wyłączeniem aktywów zgromadzonych w ramach umów o prowadzenie PPK.

²⁶⁴ Współczynnik szkodowości – relacja odszkodowań i świadczeń oraz kosztów likwidacji szkód do składki zarobionej. Wskaźnik ten ustalany jest tylko dla działu ubezpieczeń majątkowych. W ubezpieczeniach na życie wskaźnik ten nie ma interpretacji ekonomicznej.

²⁶⁵ COR – relacja sumy wypłaconych odszkodowań i świadczeń oraz kosztów działalności ubezpieczeniowej do składki zarobionej. Służy on do oceny efektywności prowadzonej działalności oraz programów reasekuracji biernej. Wskaźnik ten ustalany jest tylko dla działu ubezpieczeń majątkowych. W ubezpieczeniach na życie nie ma on interpretacji ekonomicznej.

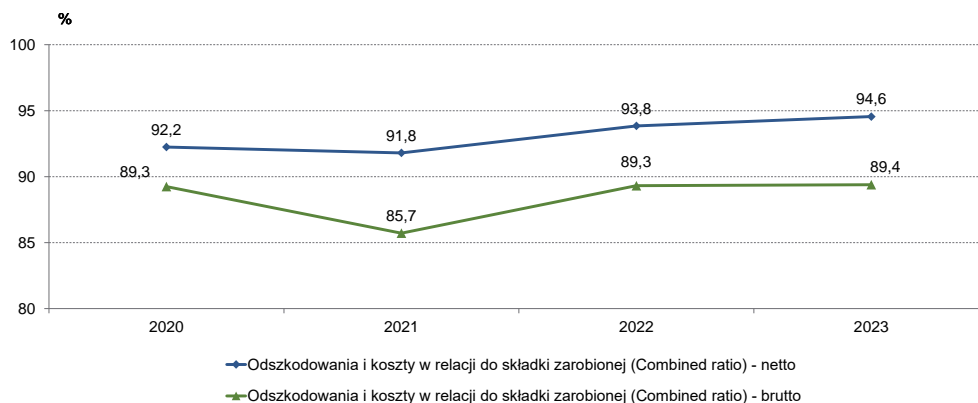
Rentowność kapitału własnego zakładów ubezpieczeń na życie w 2023 r. wzrosła do 30,3%, o 7,7 pkt procentowego więcej niż w 2022 r. Wysoki zwrot z kapitału był zasługą największych podmiotów, a średnia ważona dwukrotnie przekroczyła medianę (wykres 4.8.12.A). W dziale II wskaźnik ROE wyniósł 18,6%, o 5,0 pkt procentowego więcej niż w poprzednim roku. Podobnie jak w dziale I, wskaźniki wypracowane przez największe podmioty znacznie przewyższały średnią ważoną. Współczynnik dla całego działu był wyższy niż dla 75% zakładów (wykres 4.8.12.B). Dla całego sektora ROE w 2023 r. wyniósł 21,5%, o 5,6% więcej niż w 2022 r, co było zasługą ponadprzeciętnych wyników finansowych.

Wykres 4.8.10. Wybrane wskaźniki szkodowości zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2020–2023



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.8.11. Udział odszkodowań i kosztów w składce zarobionej zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2020–2023

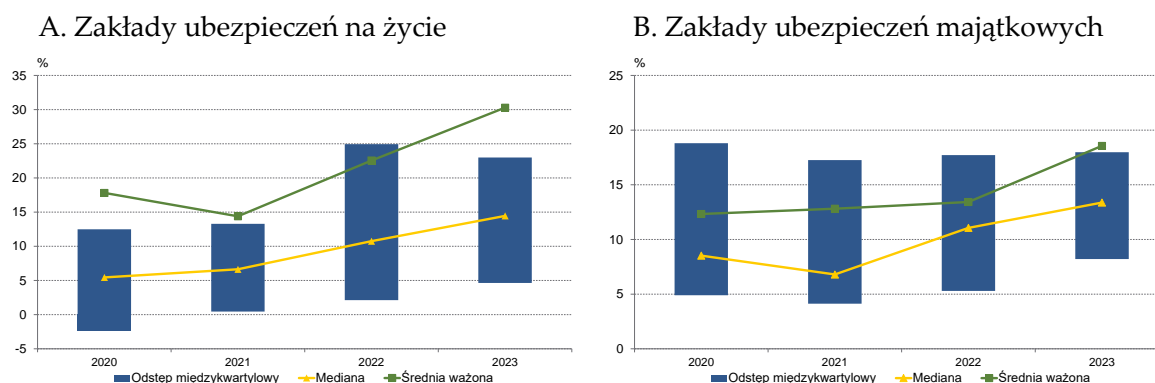


Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) zakładów ubezpieczeń na życie wzrósł do 4% w 2023 r., z 2,8% w 2022 r. (wykres 4.8.13.A). Jeszcze bardziej zwiększył się ten współczynnik dla ubezpieczeń majątkowych, z 3,4% w 2022 r. do 5,2% w 2023 r. (wykres 4.8.13.B). Ze względu na

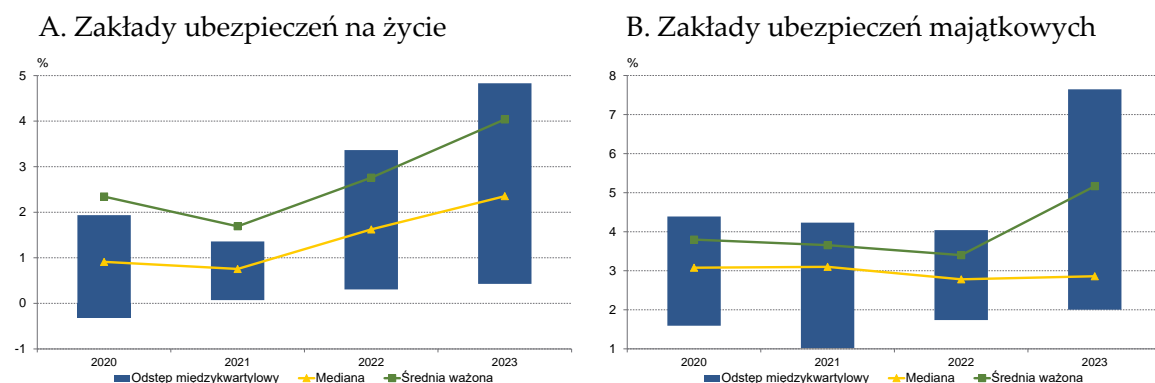
wyniki największych podmiotów w obu działach powiększyła się różnica między średnią a medianą.

Wykres 4.8.12. Rentowność kapitału własnego zakładów ubezpieczeń w latach 2020–2023



Uwaga: wskaźnik ROE obliczony jako relacja wyniku finansowego do średniej wartości kapitału własnego na koniec poszczególnych kwartałów w danym roku, wykazanych w bilansach statutowych zakładów ubezpieczeń.
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.8.13. Rentowność aktywów zakładów ubezpieczeń w latach 2020–2023



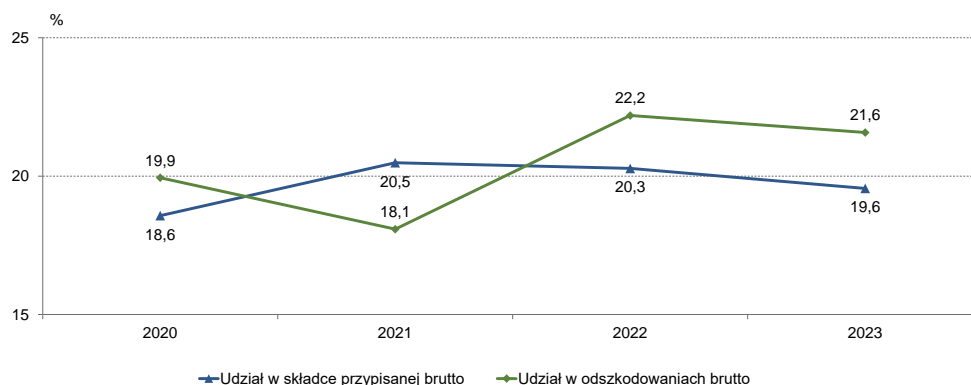
Uwaga: wskaźnik ROA został obliczony jako relacja statutowego wyniku finansowego zakładów ubezpieczeń do średniej wartości aktywów na koniec poszczególnych kwartałów w danym roku wycenionych zgodnie z zasadami Wypłacalność II.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W 2023 r. krajowe podmioty działu II zmniejszyły stopień wykorzystania reasekuracji, podstawowej techniki transferu ryzyka aktuarialnego. Udział reasekuratorów w składce wyniósł 19,6%, a w odszkodowaniach 21,6%, odpowiednio o 0,6 pkt procentowego i 0,7 pkt procentowego mniej niż w 2022 r. (wykres 4.8.14). Zakłady ubezpieczeń majątkowych przekazały reasekuratorom 10,7 mld zł, o 0,4 mld zł więcej niż w 2022 r., a otrzymały w formie odszkodowań 6,4 mld zł (wzrost o 0,4 mld zł). Jednak tempo wzrostu składki zebranej było dwukrotnie wyższe niż tej scedowanej na reasekuratora. Wydatki przeznaczane na ochronę reasekuracyjną w 2022 r. były wyższe niż przychody z tego tytułu. Tym samym saldo rozliczeń z reasekuratorami wyniosło -1,6 mld zł (-0,9 mld zł w 2022 r.). W dziale I skala wykorzystania tej techniki transferu ryzyka była znikoma

(udział w składce – 2,7%, a w świadczeniach – 1,7%). Różnice w skali cesji ryzyka na inny podmiot przez oba działy spowodowane były rodzajem oferowanych produktów. W ubezpieczeniach na życie sumy ubezpieczeń znajdowały się na relatywnie niskim poziomie, w porównaniu z wysokimi sumami gwarancyjnymi umów ubezpieczeń majątkowych.

Wykres 4.8.14. Udział reasekuratorów w składce przypisanej brutto i odszkodowaniach brutto zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2020–2023



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Krajowe zakłady ubezpieczeń majątkowych korzystały głównie z ochrony reasekuracyjnej podmiotów z UE, Szwajcarii oraz krajowych instytucji prowadzących działalność reasekuracyjną. W Polsce na koniec 2023 r. działał tylko jeden zakład reasekuracji, ale dziewięć towarzystw udzielało, obok bezpośredniej działalności, także ochrony reasekuracyjnej. Ubezpieczyciele większe środki przeznaczali na programy reasekuracji proporcjonalnej, w której przyjmowane ryzyko, składka i odszkodowania były dzielone między zakład a reasekuratora według pewnej ustalonej relacji. Reasekuracja nieproporcjonalna (wypłata tylko nadwyżki ustalonej kwoty odszkodowania lub wypłata w przypadku zwiększonej szkodowości) znacznie mniej obciążała budżety krajowych podmiotów. W 2023 r. zakłady zmniejszyły wykorzystanie tego typu cesji ryzyka.

4.8.5. Wyłacalność zakładów ubezpieczeń

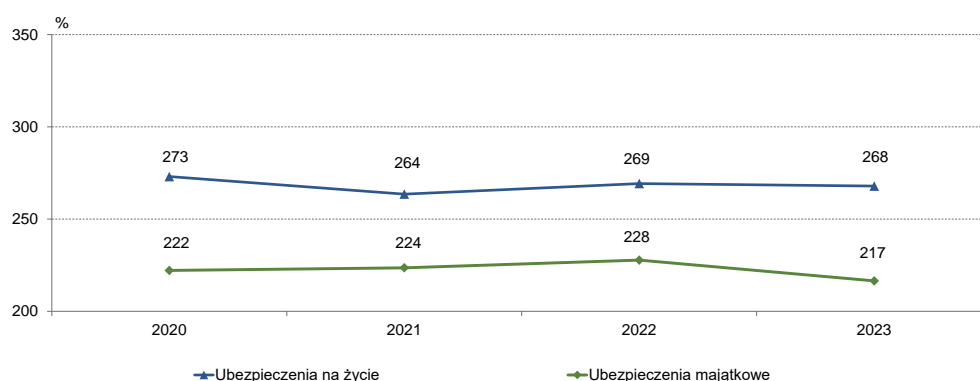
Zakłady ubezpieczeń są zobowiązane, na mocy przepisów prawa, utrzymywać środki własne na poziomie wyższym niż kapitałowy wymóg wypłacalności (SCR) oraz minimalny wymóg kapitałowy (MCR). Na koniec 2023 r. wszystkie zakłady posiadały wystarczające zasoby, a sektor wykazywał się dużymi nadwyżkami ponad te wymogi. Współczynnik wypłacalności²⁶⁶ wyniósł

²⁶⁶ Relacja dopuszczonych środków własnych do kapitałowego wymogu wypłacalności.

268% w dziale I, podobnie jak na koniec 2022 r. W tym samym czasie w dziale II nastąpił spadek tego wskaźnika o 11 pkt procentowych, do 217% (wykres 4.8.15).

Na koniec 2023 r. dwa zakłady działu II stosowały model wewnętrzny do wyznaczania kapitałowego wymogu wypłacalności. Wszystkie podmioty ubezpieczeń na życie i pozostałe towarzystwa ubezpieczeń majątkowych korzystały z formuły standardowej²⁶⁷. STU Ergo Hestia rozpoczęło stosowanie pełnego modelu wewnętrznego od IV kwartału 2021 r.²⁶⁸, natomiast od końca 2023 r. InterRisk zdecydował się na wykorzystanie częściowego modelu wewnętrznego w zakresie ryzyka aktuarialnego²⁶⁹. W obu przypadkach odejście od formuły standardowej spowodowało istotny spadek wymogów kapitałowych. Na koniec 2021 r. SCR STU Ergo Hestia był o 50% niższy niż na koniec 2020 r., a w InterRisk na koniec 2023 r. o jedną czwartą mniejszy niż rok wcześniej. Te spadki wymogów miały miejsce w czasie, gdy pozostałe zakłady zwiększyły poziomy SCR. Modele wewnętrzne dają możliwość lepszego oszacowania kapitału zabezpieczającego działalność instytucji przy tym samym poziomie ryzyka²⁷⁰, jednak stanowią również zagrożenie wykorzystywania ich wyłącznie do obniżenia wymogów kapitałowych (zjawisko określane jako *cherry picking*²⁷¹).

Wykres 4.8.15. Wskaźnik pokrycia kapitałowego wymogu wypłacalności (SCR) zakładów ubezpieczeń dopuszczonymi środkami własnymi w latach 2020–2023



Źródło: UKNF.

²⁶⁷ Zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II zakłady ubezpieczeń mogą obliczać SCR według formuły standardowej (również z wykorzystaniem specyficznych parametrów) określonej przepisami prawa albo, po akceptacji organu nadzoru, według pełnych lub częściowych modeli wewnętrznych.

²⁶⁸ Sprawozdanie o wypłacalności i kondycji finansowej Sopockiego Towarzystwa Ubezpieczeń ERGO Hestia SA. na 31 grudnia 2021 roku i za rok zakończony tego dnia.

²⁶⁹ InterRisk Towarzystwo Ubezpieczeń Spółka Akcyjna Vienna Insurance Group Sprawozdanie o wypłacalności i kondycji finansowej na dzień 31 grudnia 2023 r. i za rok obrotowy zakończony tego dnia.

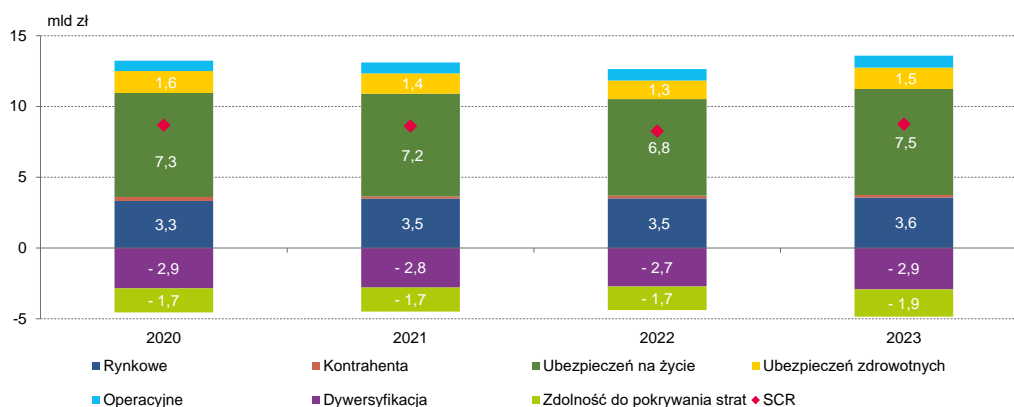
²⁷⁰ Zarówno SCR wyliczony według formuły standardowej, jak i w przypadku modelu wewnętrznego wskazują na ryzyko VaR przy poziomie ufności 99,5% w horyzoncie rocznym.

²⁷¹ *Insurance Core Principles and Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups*, International Association of Insurance Supervisors, November 2019.

Na koniec 2023 r. wartość środków własnych zakładów działu I wyniosła 23,4 mld zł, o 1,2 mld zł więcej niż na koniec 2022 r. Przyczyną tego wzrostu był przyrost nadwyżki aktywów nad zobowiązaniami (z 24,6 mld zł do 27,3 mld zł), większy niż wyniku finansowego²⁷². Kapitał charakteryzował się wysoką jakością – 99,5% należało do środków własnych kategorii 1, mającej nieograniczone możliwości pokrywania strat.

Kapitałowy wymóg wypłacalności działu I na koniec 2023 r. wyniósł 8,7 mld zł. W porównaniu z końcem 2022 r. zwiększył się o 0,5 mld zł. Największe obciążenie generował moduł ryzyka aktuarialnego w ubezpieczeniach na życie (7,5 mld zł), którego wzrost (o 0,7 mld zł) spowodowany był większą skalą działalności zakładów. Ryzyko aktuarialne wynikało głównie z możliwych rezygnacji klientów, a w zdecydowanie mniejszym stopniu ze śmiertelności, długowieczności czy zachorowalności. Wymóg z tytułu rezygnacji był o prawie 3,5 mld zł wyższy niż w przypadku ryzyka śmiertelności. Drugi pod względem wielkości – moduł ryzyka rynkowego – wymagał dwa razy mniej kapitału niż ryzyko aktuarialne. Na koniec 2023 r. kapitał z tytułu ryzyka rynkowego wyniósł 3,6 mld zł, podobnie jak rok wcześniej (wykres 4.8.16). Jego głównym składnikiem był podmoduł ryzyka stopy procentowej.

Wykres 4.8.16. Kapitałowy wymóg wypłacalności w latach 2020–2023 – dział I



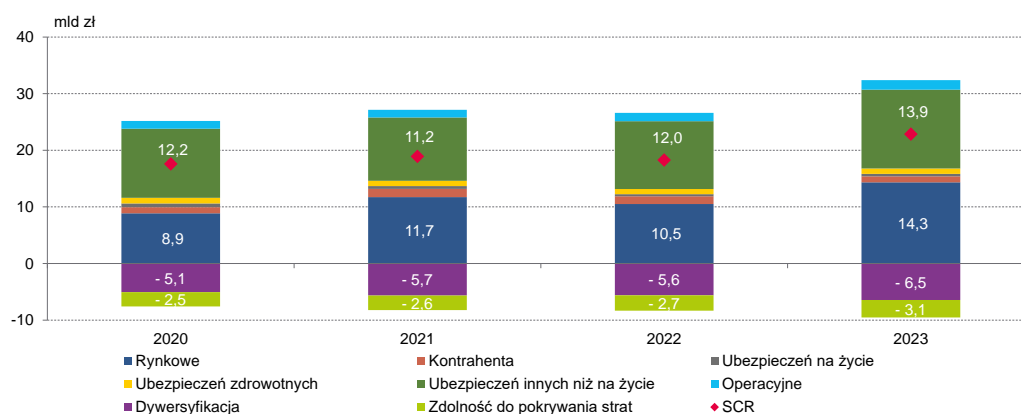
Źródło: UKNF.

W dziale II wzrost środków własnych znacznie przekroczył ten w dziale I. W 2023 r. kapitał zwiększył się o 7,9 mld zł (prawie o 20%), do 49,5 mld zł na koniec roku, co wynikało przede wszystkim z wzrostu rynkowej wyceny akcji banków. Na przewidywane dywidendy zakłady ubezpieczeń majątkowych zaalokowały 6,8 mld zł, o 3,1 mld zł więcej niż na koniec 2022 r. Ponadto podmioty działu II posiadały 3,3 mld zł zobowiązań podporządkowanych, zaliczanych do kategorii 2 środków własnych. W większości były to obligacje, a w mniejszym stopniu pożyczki podporządkowane udzielane przez podmioty z grupy kapitałowej.

²⁷² Różnica wynikała z metody wyceny stosowanej na potrzeby wypłacalności i na potrzeby sprawozdawczości statutowej. W związku z tym, kwota zaalokowana na przyszłe dywidendy i inne pomniejszenia wzrosła jedynie o 1,7 mld zł.

Kapitałowy wymóg wypłacalności działu II wyniósł na koniec 2023 r. 22,9 mld zł, o 4,6 mld zł więcej niż na koniec 2022 r. Wzrost wymogu był relatywnie wyższy niż dopuszczonych środków własnych, co spowodowało spadek współczynnika wypłacalności. Najistotniejszym składnikiem SCR było ryzyko rynkowe, które w 2023 r. odnotowało największy przyrost (o 3,8 mld zł), do 14,3 mld zł na koniec roku. W szczególności dotyczyło to ryzyka koncentracji aktywów oraz cen akcji. Ryzyko aktuarialne w ubezpieczeniach majątkowych generowało 13,9 mld zł wymogu, o prawie 2 mld zł więcej niż na koniec poprzedniego roku (wykres 4.8.17). W szczególności wzrosło ryzyko katastroficzne (o 1,6 mld zł), co było związane ze zmniejszeniem wydatków na ochronę reasekuracyjną w zakresie nadzwyczajnych strat katastroficznych. Z kolei wymóg z tytułu ryzyka składki i rezerw przyrósł proporcjonalnie do skali działalności.

Wykres 4.8.17. Kapitałowy wymóg wypłacalności w latach 2020–2023 – dział II



Źródło: UKNF.

Ramka 4.8.2. Ochrona ubezpieczających i beneficjentów umów ubezpieczenia

Zakłady ubezpieczeń pełnią istotną rolę w systemie finansowym. W instytucjach tych występuje odwrócony cykl produkcyjny – najpierw zbierane są składki, a w przypadku wystąpienia zdarzenia ubezpieczeniowego wypłacane są odszkodowania i świadczenia. Brak realizacji zobowiązań przez ubezpieczyciela może prowadzić do poważnych konsekwencji. Klienci powinni zatem mieć zapewnioną należytą i wielostopniową ochronę mającą na celu zagwarantowanie otrzymania należnego świadczenia. W tym celu zakłady ubezpieczeń tworzą rezerwy na wypłaty zobowiązań wynikających z umów ubezpieczenia. Muszą również posiadać kapitał na pokrycie wymogów kapitałowych. Kapitał służy bowiem realizacji świadczeń w sytuacji, gdy wypłaty przewyższają wartości oczekiwane lub gdy wartość lokat się zmniejszy. Wysokość wymogów kapitałowych zapewnia bezpieczeństwo na poziomie ufności 99,5% w horyzoncie rocznym, co jednak nie eliminuje całkowicie ryzyka. Konieczne są dodatkowe linie obrony, wśród których wymienia się proces restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*resolution*) oraz ubezpieczeniowe systemy gwarancyjne (IGS). Ponadto wierzycielności ubezpieczeniowe mają uprzywilejowaną pozycję w procedurach upadłościowych.

Restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja (*resolution*)

Resolution to proces, który jest uruchamiany wobec podmiotu będącego na progu upadłości lub zagrożonego upadłością (*failing or likely to fail*). Jest on stosowany wobec tych podmiotów, których upadłość mogłaby zagrozić finansom publicznym lub mieć istotne znaczenie dla stabilności finansowej. Wierzyciele w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji nie powinni jednak ponieść większych strat niż w standardowym postępowaniu upadłościowym.

Do 2023 r. procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji zakładów ubezpieczeń zostały wdrożone jedynie w trzech krajach europejskich (Francji, Holandii i Rumunii). 14 grudnia 2023 r. Rada i Parlament Europejski przyjęły propozycję Komisji Europejskiej w sprawie wprowadzenia do porządku prawnego UE dyrektywy IRRD¹. Wspomniana dyrektywa ma za zadanie określić minimalne wymagania dotyczące procesu naprawy, restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji zakładów ubezpieczeń i reasekuracji.

Zgodnie z projektem dyrektywy IRRD za prowadzenie działań w zakresie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji będą odpowiadać wyznaczone przez państwa członkowskie organy ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Powołany organ będzie sporządzał plany restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Plany te zostaną przygotowane dla zakładów, dla których przeprowadzenie tego procesu leżałoby w interesie publicznym. Planowaniem powinno być objęte co najmniej 40% rynku ubezpieczeń na życie, jak i ubezpieczeń majątkowych².

Dyrektywa IRRD zakłada, że celem procesu *resolution* jest: ochrona zbiorowego interesu ubezpieczających, beneficjentów i osób występujących z roszczeniem, utrzymanie stabilności finansowej, zapewnienie ciągłości funkcji krytycznych oraz ochrona finansów publicznych przez minimalizowanie korzystania z publicznego wsparcia finansowego. Powyższe cele są tak samo istotne.

Realizacja procesu będzie mogła odbywać się z wykorzystaniem instrumentów:

- Wygaszania portfela przy zachowaniu wypłacalności (*solvent run-off*) – zakaz sprzedaży nowych ubezpieczeń oraz przedłużania istniejących, co ma doprowadzić do zakończenia działalności przez zakład. Instrument ma zastosowanie do podmiotów, które spełniają minimalny wymóg kapitałowy.
- Zbycie działalności – sprzedaż części albo całości aktywów lub zobowiązań innemu zakładowi ubezpieczeń.
- Utworzenie zakładu pomostowego – przeniesienie aktywów i zobowiązań na podmiot utworzony w celu tymczasowego zarządzania portfelem ubezpieczeń. Celem tego narzędzia jest sprzedaż nowoutworzonego zakładu nabywcy prywatnemu.
- Wydzielenie aktywów i zobowiązań – przeniesienie aktywów i zobowiązań do odrębnego podmiotu. Instrument stosowany jest razem z innymi instrumentami *resolution*, np. umorzeniem lub konwersją.

- Umorzenie lub konwersja – odebranie praw akcjonariuszom i wierzycielom podmiotu lub zamiana zobowiązań na kapitał własny w celu pokrycia strat zakładu objętego procedurą *resolution*. Możliwe jest także umorzenie lub konwersja zobowiązań ubezpieczeniowych.

Ubezpieczeniowe systemy gwarancyjne

Ubezpieczeniowe systemy gwarancyjne (*insurance guarantee schemes, IGS* lub *policyholder protection schemes, PPS*) mają na celu zapewnić realizację zobowiązań ubezpieczeniowych, w przypadku gdy zakład ubezpieczeń będzie niewypłacalny. Wymogi odnośnie do systemów gwarancyjnych nie są zharmonizowane na poziomie europejskim. Ochroną IGS mogą być objęte umowy zawarte w danym kraju (również przez zagraniczne zakłady) lub umowy zawarte przez krajowe zakłady (w kraju lub za granicą). Zazwyczaj rekompensowane są wypłaty odszkodowań i świadczeń, rzadko składka niezarobiona (strata ubezpieczającego wynikająca z zapłaconej składki w momencie zakończenia ochrony przed czasem). Gwarancje przysługują, co do zasady, osobom fizycznym i ewentualnie mikro-przedsiębiorstwom. W ramach IGS rekompensaty są zazwyczaj limitowane, zarówno w zakresie kwot, jak i rodzajów ubezpieczeń. Najczęściej działalność jest finansowana ze składek zakładów ubezpieczeń, które są wpłacane *ex ante* lub *ex post*.

W Polsce funkcję IGS pełni Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny. W ramach gwarancji ubezpieczeń wypłaca on odszkodowania i świadczenia w przypadku niewypłacalności zakładu ubezpieczeń³. Rekompensatami UFG objęte są odszkodowania z obowiązkowych umów ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych oraz obowiązkowych ubezpieczeń rolników i budynków rolniczych, jak i umowy ubezpieczenia na życie. W zakresie ubezpieczeń obowiązkowych rekompensata obejmuje 100% wierzytelności, zaś z ubezpieczeń na życie – 50% należnych świadczeń, jednak nie więcej niż 30 tys. euro. Ochroną objęte są umowy zawarte z zakładami prowadzącymi działalność na terytorium Polski. Poza pełnieniem roli IGS, UFG udziela również pożyczek na przejęcie portfela ubezpieczeń zakładów w trudnej sytuacji. Fundusz zaspokaja także roszczenia za szkody wynikające ze zdarzeń spowodowanych przez osoby bez ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych lub których tożsamości nie można ustalić, a także przez rolników nieposiadających ubezpieczenia OC. UFG utrzymuje się ze składek płaconych przez zakłady prowadzące w Polsce działalność w zakresie ubezpieczeń obowiązkowych. W 2023 r. składka na fundusz wynosiła 1,3% składki przypisanej brutto. Dodatkowymi przychodami funduszu są kary za brak OC i regresy. W przypadku niewypłacalności zakładu ubezpieczeń na życie istnieje możliwość dopłat do funduszu, jednak nie było to do tej pory stosowane.

Upadłość

Szczególna ochrona klientów zakładów ubezpieczeń uwzględniona została także w przepisach dotyczących upadłości zakładów ubezpieczeń. Obowiązujące na mocy dyrektywy Wypłacalność II⁴ regulacje wskazują na uprzywilejowanie wierzytelności ubezpieczeniowych (w tym roszczeń oraz składek) względem innych roszczeń wobec zakładu ubezpieczeń. Odstępstwem od tej zasady mogą być roszczenia pracownicze, czy podatkowe.

¹ Tekst uzgodniony: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-5546-2024-INIT/en/pdf>.

² Udział w rynku ubezpieczeń na życie mierzony jest rezerwami techniczno-ubezpieczeniowymi brutto, a ubezpieczeń majątkowych składką przypisaną brutto.

³ W sytuacji ogłoszenia upadłości, oddalenia wniosku o ogłoszenie upadłości, umorzenia postępowania upadłościowego lub przymusowej likwidacji.

⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE L335 z 2009 r., s. 1).

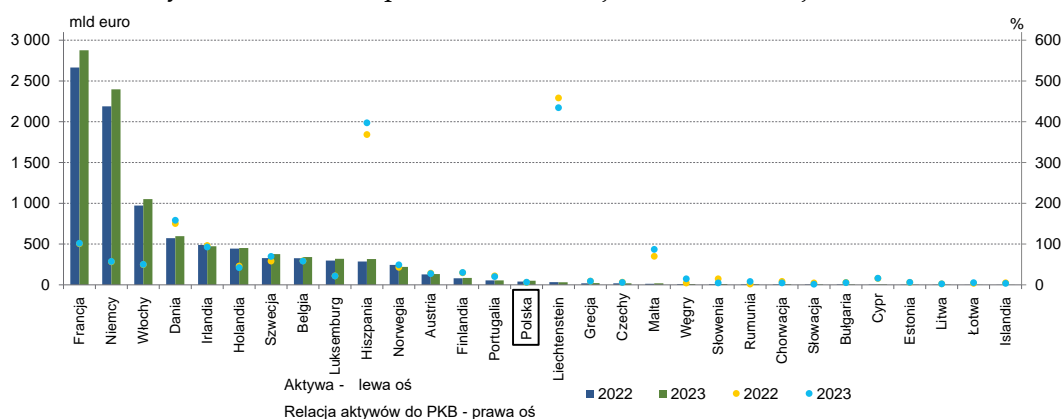
4.8.6. Krajowe zakłady ubezpieczeń na tle europejskiego sektora²⁷³

Wielkość sektora

Relacja aktywów krajowego sektora ubezpieczeń do PKB na koniec 2023 r. wzrosła o 0,5 pkt procentowego i wyniosła 6,5%. Było to znacznie mniej niż w innych krajach europejskich, dla których średnia wartość tego współczynnika sięgała 56,2% (wykres 4.8.18). Wskazuje to na relatywnie małe znaczenie sektora ubezpieczeń w Polsce, a także w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Mimo że polski sektor ubezpieczeń w 2023 r. należał do tych o najwyższym tempie wzrostu, jego pozycja pod względem wartości aktywów na tle krajów EOG nie zmieniła się (15. miejsce). Wartość aktywów krajowych zakładów ubezpieczeń na koniec 2023 r. stanowiła jedynie 0,5% europejskiego sektora.

W 2023 r. wartość składki europejskiego sektora ubezpieczeń była zbliżona do tej z 2022 r. i wyniosła 1,41 bln euro. Udział krajowych podmiotów w tym agregacie wzrósł nieznacznie, do 1,3%. W ubezpieczeniach na życie europejskie zakłady zebrały 677,6 mld euro, o około 8,0 mld euro więcej niż w 2022 r. W ramach ubezpieczeń majątkowych pozyskano 736,4 mld euro składki przypisanej brutto, z czego 539,5 mld euro dotyczyło działalności bezpośredniej, a pozostała kwota (197,0 mld euro) – reasekuracji czynnej. W krajowym sektorze ubezpieczeń bezpośrednia działalność ubezpieczeniowa była zdominowana przez ubezpieczenia majątkowe, które generowały dwuipółkrotnie więcej składki niż ubezpieczenia działy I – odwrotnie niż w EOG, gdzie przeważały ubezpieczenia na życie. W przypadku reasekuracji czynnej przychody z tej działalności stanowiły tylko 7% składki pozyskanej przez krajowe zakłady ubezpieczeń majątkowych, podczas gdy w krajach EOG były one na poziomie 27%.

Wykres 4.8.18. Aktywa sektora ubezpieczeń i ich relacja do PKB w krajach EOG w 2022 i 2023 r.



Źródło: EIOPA, Eurostat.

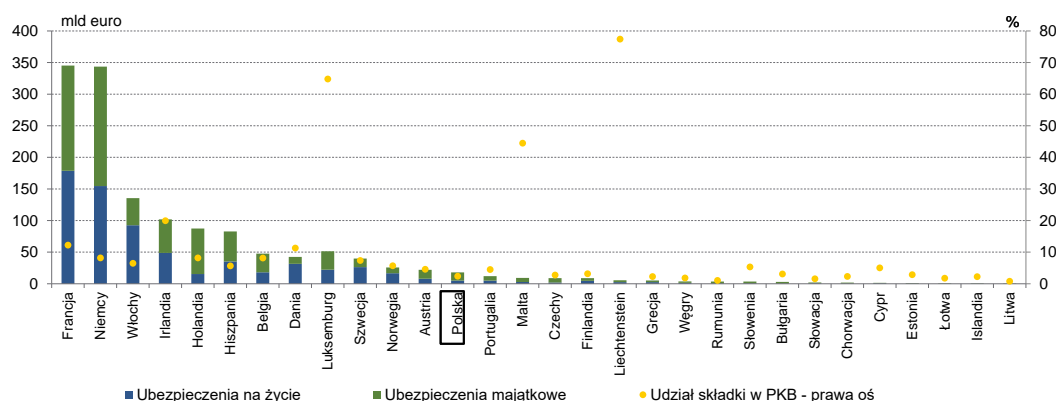
²⁷³ Analiza obejmuje zakłady ubezpieczeń z krajów EOG.

Penetracja ubezpieczeniowa

Polska należała do krajów o jednym z najniższych współczynników penetracji ubezpieczeniowej. Relacja składki przypisanej brutto do PKB na koniec 2023 r. wyniosła bowiem 2,3%. Jedynie w siedmiu krajach EOG relacja ta była niższa (wykres 4.8.19). Niektóre państwa, jak Lichtenstein i Luksemburg, cechowały się wyjątkowo wysokimi wskaźnikami penetracji, na poziomie ponad 50%. W tych krajach znaczna część składki pochodziła jednak z działalności transgranicznej. Przeciętna relacja składki do PKB w państwach EOG wynosiła około 10%.

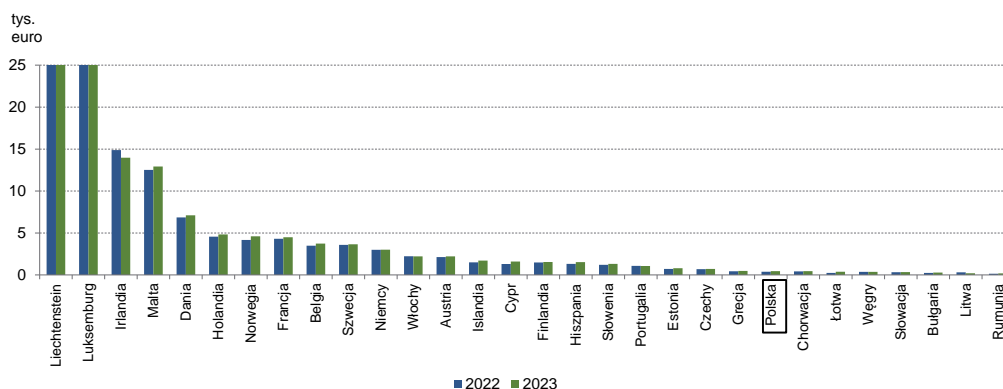
Średnia wartość składki w przeliczeniu na jednego mieszkańca Europy w 2023 r. wyniosła 2,7 tys. euro. W przypadku Polski kwota ta była istotnie niższa (około 450 euro). Jedynie kilka państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej cechowało się niższym poziomem (wykres 4.8.20). Na największych rynkach europejskich, w Niemczech i Francji, wydatki ponoszone przez mieszkańców na składki ubezpieczeniowe w 2023 r. wyniosły odpowiednio 3,0 tys. euro oraz 4,5 tys. euro na osobę.

Wykres 4.8.19. Składka przypisana brutto zakładów ubezpieczeń z krajów EOG i jej relacja do PKB w 2023 r.



Uwaga: składka z ubezpieczeń bezpośrednich i pośrednich.

Źródło: EIOPA, Eurostat.

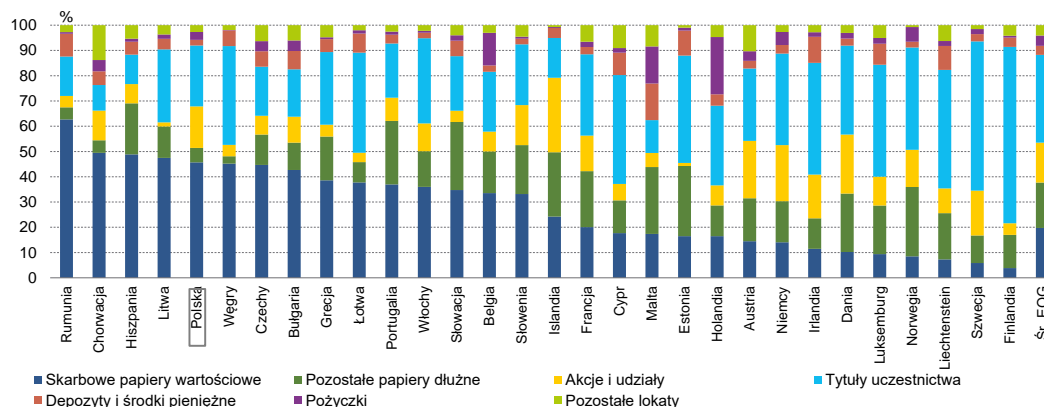
Wykres 4.8.20. Składka przypisana brutto na jednego mieszkańca w krajach EOG w 2022 i 2023 r.

Uwagi: składka z ubezpieczeń bezpośrednich. Poza obszarem wykresu znalazły się Liechtenstein (101,3 i 102,8 tys. euro) i Luksemburg (63,1 tys. euro i 57,2 tys. euro), odpowiednio w 2022 i 2023 r.

Źródło: EIOPA, Eurostat.

Lokaty zakładów ubezpieczeń

W 2023 r. struktura lokat europejskiego sektora ubezpieczeń nie uległa istotnym zmianom. Działalność inwestycyjna charakteryzowała się wysokim zaangażowaniem w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, których udział na koniec 2023 r. wyniósł 34,8% (wykres 4.8.21). Drugą najważniejszą pozycję lokat stanowiły dłużne papiery wartościowe. Europejskie zakłady ulokowały blisko 19,7% swoich aktywów w skarbowe papiery wartościowe oraz 18,0% w korporacyjne papiery dłużne. Udziałowe instrumenty finansowe stanowiły 15,8% inwestycji, a środki pieniężne i depozyty 3,6%. Najniższy udział w portfelu inwestycyjnym miały pożyczki oraz pozostałe lokaty, które stanowiły po 4,1% aktywów. Struktura lokat krajowych zakładów ubezpieczeń różniła się w porównaniu z sektorem europejskim, szczególnie w zakresie inwestycji w obligacje skarbowe.

Wykres 4.8.21. Struktura lokat zakładów ubezpieczeń z krajów EOG na koniec 2023 r.

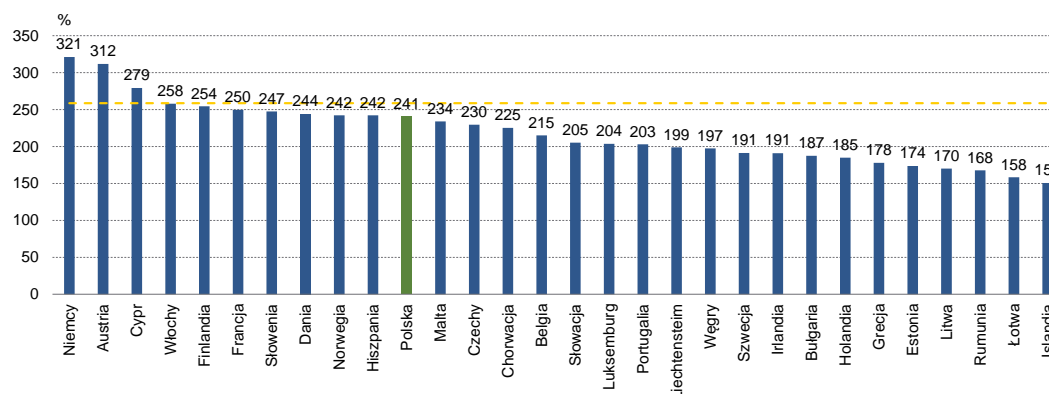
Uwagi: kategorie lokat (z wyłączeniem pozostałych lokat) odpowiadają uzupełniającym kodom identyfikacyjnym CIC (Complementary Identification Code).

Źródło: EIOPA.

Wyłatalność

Pozycja kapitałowa europejskich zakładów ubezpieczeń w 2023 r. była stabilna. Współczynnik wyłatalności na koniec 2023 r. na poziomie zagregowanym wyniósł 257,4%. Pokrycie wymogów kapitałowych środkami własnymi różniło się między poszczególnymi krajami, przy czym dla każdego kraju było wyższe niż 150%. Polska należała do grupy państw o średnim współczynniku wyłatalności, który na koniec 2023 r. wyniósł 230,7% (wykres 4.8.22)²⁷⁴. Krajowe zakłady – w przeciwieństwie do europejskich – nie stosowały jednak narzędzi LTG oraz środków przejściowych²⁷⁵, które pozwalały na poprawę współczynników wyłatalności. Na koniec 2023 r. zastosowanie narzędzi LTG oraz środków przejściowych pozwoliło europejskim zakładom zwiększyć wskaźnik pokrycia SCR, z 225% do 261%²⁷⁶.

Wykres 4.8.22. Wskaźnik pokrycia kapitałowego wymogu wyłatalności środkami własnymi zakładów ubezpieczeń z krajów EOG na koniec 2023 r.



Źródło: EIOPA.

²⁷⁴ Dane EIOPA za 2023r.: https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/statistics-and-risk-dashboards/insurance-statistics_en.

²⁷⁵ Zgodnie z przepisami dyrektywy Wyłatalność II zakłady ubezpieczeń, za zgodą organu nadzoru, mogą stosować korekty z tytułu gwarancji długoterminowych (LTG), które mają na celu zmniejszenie wpływu wahań rynkowych na bilanse zakładów ubezpieczeń. Zakłady mogą również stosować środki przejściowe w zakresie stóp procentowych wolnych od ryzyka, a także rezerw techniczno-ubezpieczeniowych przez okres maksymalnie 16 lat od wejścia w życie dyrektywy Wyłatalność II.

²⁷⁶ Dane obejmują jedynie zakłady, które wykazały stosowanie środków LTG. Obliczenia NBP na podstawie danych EIOPA za 2023 r.: https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-statistics_en#use-of-transitional-and-ltg-measures.

4.9. Podmioty maklerskie

Na rynkach finansowych w Polsce działalność maklerską prowadzą trzy rodzaje podmiotów, określanych dalej jako podmioty maklerskie lub – zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi²⁷⁷ – jako firmy inwestycyjne:

- domy maklerskie,
- banki prowadzące działalność maklerską (w formie wydzielonych w ich strukturze biur maklerskich), oraz
- zagraniczne podmioty prowadzące działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez organ nadzoru finansowego z kraju, w którym mają siedzibę, po powiadomieniu KNF o zamiarze rozpoczęcia działalności w Polsce.

Na koniec 2023 r. na polskim rynku funkcjonowało 39 krajowych firm inwestycyjnych, z czego 30 domów maklerskich oraz 9 banków prowadzących działalność maklerską (tabela 4.9.1). Na spadek liczby domów maklerskich, w porównaniu z rokiem poprzednim, wpłynęło zakończenie działalności przez jeden podmiot oraz postawienie w stan likwidacji jednej spółki. Ponadto KNF uchyliła dwóm domom maklerskim zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. Przyczynami tych decyzji były niestosowanie się do wymogów w zakresie funduszy własnych, a także m.in. naruszanie przepisów o obowiązkach sprawozdawczych i informacyjnych. W poprzednich latach natomiast spadek liczby tych podmiotów wynikał głównie z przenoszenia ich działalności do banków należących do tych samych grup kapitałowych. Na koniec 2023 r. domy maklerskie, których bezpośrednimi większościami akcjonariuszami były banki, stanowiły według wartości aktywów 30% całego sektora domów maklerskich.

Wśród krajowych firm inwestycyjnych można wyróżnić podmioty oferujące kompleksowe usługi maklerskie oraz instytucje, których oferta jest mocno wyspecjalizowana. Na koniec 2023 r. 36 podmiotów mogło przyjmować i przekazywać zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, przy czym 26 było uprawnionych do wykonywania również zleceń na rachunek klienta. Ponadto 28 mogło prowadzić rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze, rachunki instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego oraz rachunki pieniężne. Na rynku usług zarządzania portfelem instrumentów finansowych działało 12 podmiotów maklerskich. Z kolei 26 świadczyło usługi doradztwa inwestycyjnego, a 29 oferowało instrumenty finansowe.

Liczba zagranicznych firm inwestycyjnych, które zgłosiły zamiar wykonywania działalności maklerskiej w Polsce, wyniosła na koniec 2023 r. 704 (w tym 15 w formie oddziału). Jednak tylko niewielka część z nich prowadziła działalność na krajowym rynku.

²⁷⁷ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 772).

4.9.1. Warunki funkcjonowania podmiotów maklerskich na krajowym rynku finansowym

Rozwój rynku usług maklerskich w Polsce zależy przede wszystkim od koniunktury na rynku akcji, a także od zainteresowania inwestorów pozostałymi instrumentami finansowymi znajdującymi się w obrocie zorganizowanym oraz dostępnymi na internetowych platformach transakcyjnych (tzw. platformach *forex*). Na przychody firm inwestycyjnych wpływ mają także skłonność przedsiębiorstw do pozyskiwania finansowania przez emisję papierów wartościowych oraz napływ środków do funduszy inwestycyjnych. Podmioty maklerskie organizują bowiem emisje tych papierów oraz pośredniczą w sprzedaży tytułów uczestnictwa wspomnianych funduszy, za co pobierają opłaty dystrybucyjne.

Pomimo silnego wzrostu krajowych indeksów giełdowych w 2023 r., warunki do prowadzenia działalności na krajowym rynku usług maklerskich nie zmieniły się istotnie. Na Głównym Rynku GPW wolumen obrotów giełdowymi instrumentami pochodnymi spadł o 5,7%, a wartość transakcji akcjami i PDA – o 3,8% (tabela 4.9.1). Ponadto wartość pierwszych ofert publicznych (*initial public offering* – IPO) w 2023 r. wyniosła 404,0 mln zł i była większa niż w roku poprzednim (40 mln zł), jednak pozostawała wyraźnie niższa niż w latach 2020–2021.

Tabela 4.9.1. Podstawowe wskaźniki funkcjonowania krajowych podmiotów maklerskich w latach 2020–2023

	2020	2021	2022	2023
Liczba domów maklerskich	37	36	33	30
Liczba banków prowadzących działalność maklerską (biur maklerskich)	9	9	9	9
Aktywa domów maklerskich (w mld zł) ¹	9,9	14,3	12,2	12,3
Kapitały własne domów maklerskich (w mld zł)	2,0	2,1	2,6	2,9
Obroty netto na rynku akcji i PDA (Główny Rynek GPW, w mld zł) ²	311,1	331,0	293,1	282,1
Wolumen obrotów giełdowymi instrumentami pochodnymi (Główny Rynek GPW, w mln szt.)	11,5	12,0	15,6	14,7
Liczba IPO na Głównym Rynku GPW / NewConnect	7/14	16/32	8/16	10/14

¹ Aktywa domów maklerskich obejmują także środki klientów zgromadzone na rachunkach pieniężnych.

² Obroty netto na rynku akcji i PDA uwzględniają transakcje sesyjne i pakietowe.

Źródło: GPW, KNF.

Zgodnie z danymi GPW kolejny rok z rzędu wzrosła (z około 1 468 tys. do 1 687 tys.) liczba rachunków papierów wartościowych prowadzonych przez członków giełdy. Zwiększyła się także liczba rachunków aktywnych ze 212 tys. szt. na koniec 2022 r. do 238 tys. szt. na koniec 2023 r.²⁷⁸ Mimo to udział inwestorów indywidualnych w wartości obrotów akcjami na Głównym Rynku GPW wyniósł 16% i był najniższy od 2020 r. Na koniec 2023 r. aktywa klientów przechowywane przez domy maklerskie wyniosły 161,5 mld zł, co oznaczało spadek o 9,3% w porównaniu z rokiem poprzednim. Spośród tych aktywów 95,2% stanowiły instrumenty finansowe, a pozostałą część środki pieniężne. Z kolei aktywa klientów rejestrowane i zapisane na rachunkach w bankach

²⁷⁸ Dane GPW są dostępne na stronie: <https://www.gpw.pl/analizy>.

prowadzących działalność maklerską zwiększyły się o 14,5%. W rezultacie aktywa klientów przechowywane przez podmioty maklerskie ogółem wzrosły z 629,6 mld zł do 678,2 mld zł (tj. o 7,7%). W kolejnych latach możliwy jest dalszy wzrost konkurencji na rynku usług maklerskich między domami maklerskimi a bankami prowadzącymi działalność maklerską. Mogą przyczynić się do tego wprowadzone zmiany w ustawie o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego²⁷⁹, które umożliwią objęcie działalności maklerskiej i inwestycyjnej prowadzonej przez banki krajowe jedną licencją bankową (ramka 4.9.1).

Podstawowa działalność maklerska, polegająca na oferowaniu instrumentów finansowych oraz przyjmowaniu, przekazywaniu i wykonywaniu zleceń ich nabycia lub sprzedaży, pozostawała w przypadku domów maklerskich nierentowna. Ze względu na wspomniane uwarunkowania niektóre domy maklerskie koncentrowały swoją działalność na operacjach instrumentami finansowymi na rachunek własny, w tym na zawieraniu transakcji inicjowanych przez ich klientów za pośrednictwem internetowych platform transakcyjnych (tzw. platform *forex*). Na tych platformach klienci podmiotów maklerskich mogą nabywać lub sprzedawać kontrakty bez fizycznej dostawy instrumentu bazowego (CFD) na kursy walutowe, towary, a także akcje i indeksy giełdowe.

Możliwość stosowania większej dźwigni finansowej (ze względu na niższe wymagane depozyty zabezpieczające) w porównaniu z np. kontraktami *futures* notowanymi na GPW sprawia, że kontrakty CFD charakteryzują się dużym ryzykiem inwestycyjnym. W 2023 r. zdecydowaną większość inwestorów dokonujących transakcji na rynku *forex* stanowili klienci detaliczni. Z analiz przeprowadzonych przez UKNF wśród krajowych podmiotów maklerskich oferujących dostęp do platform *forex* wynika, że w 2023 r. 73,3% klientów aktywnie korzystających z tych platform poniosło stratę, co oznacza spadek w porównaniu z rokiem poprzednim o około 6 pkt procentowych²⁸⁰. Mając na uwadze związaną z tym potrzebę ochrony inwestorów indywidualnych, KNF w 2023 r. utrzymywała interwencję produktową dotyczącą kontraktów CFD, zgodnie z którą:

- maksymalna dźwignia finansowa w transakcjach tymi kontraktami zawieranych przez inwestorów indywidualnych jest ograniczona do 30:1,
- klienci tzw. platform *forex* nie mogą stracić więcej niż wartość środków wpłaconych na ich rachunek pieniężny prowadzony przez operatora danej platformy,
- podmioty maklerskie zobowiązane są do zamykania pozycji klientów, gdy depozyt zabezpieczający spadnie poniżej 50% wymaganego poziomu,
- promocje i zachęty związane z zawieraniem transakcji kontraktami CFD są zakazane,

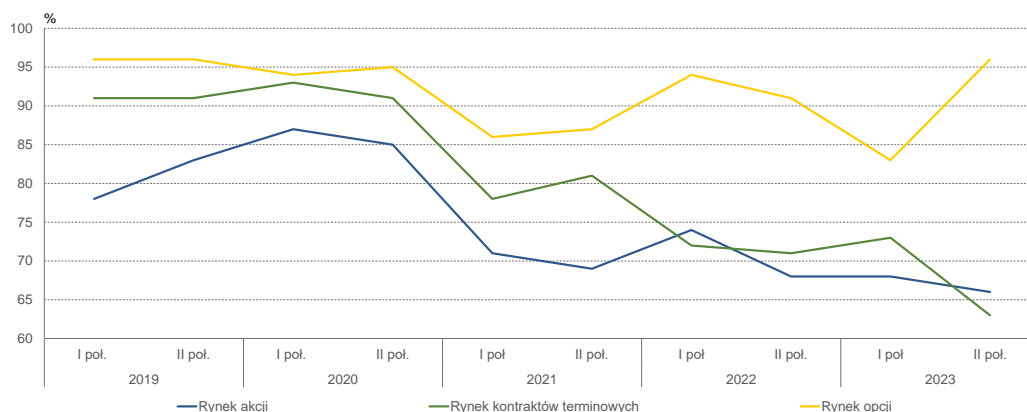
²⁷⁹ Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2023 r., poz. 1723).

²⁸⁰ Wyniki klientów na rynku *forex* za 2023 r., KNF, 2 kwietnia 2024 r., materiał dostępny na stronie: https://www.knf.gov.pl/?articleId=88644&p_id=18.

- operatorzy tzw. platform *forex* są zobowiązani do publikowania wystandaryzowanej informacji na temat udziału liczby klientów ponoszących straty na danej platformie w liczbie klientów ogółem²⁸¹.

Dystrybucja usług maklerskich w Polsce odbywała się głównie z wykorzystaniem kanału internetowego. Na koniec 2023 r. liczba rachunków internetowych wyniosła 1 604,7 tys., co stanowiło około 95% wszystkich rachunków maklerskich. W 2023 r. udział transakcji inwestorów indywidualnych realizowanych za pośrednictwem Internetu w obrotach akcjami i kontraktami *futures* na Głównym Rynku GPW wynosił, odpowiednio, 66% i 63% (wykres 4.9.1).

Wykres 4.9.1. Udział obrotów realizowanych za pośrednictwem Internetu w obrotach inwestorów indywidualnych na Głównym Rynku GPW w latach 2019–2023



Źródło: GPW.

²⁸¹ Decyzja KNF z dnia 1 sierpnia 2019 r. w sprawie ustanowienia ograniczeń w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnicę (CFD) (Dz. Urz. KNF z 2019 r., poz. 27), dostępna na: https://dziennikurzedowy.knf.gov.pl/DU_KNF/2019/27/akt.pdf.

Ramka 4.9.1. Objęcie działalności maklerskiej i inwestycyjnej jedną licencją bankową

Prawo UE umożliwia instytucjom kredytowym świadczenie usług bankowych i inwestycyjnych na podstawie jednego zezwolenia uzyskanego od organu nadzoru z kraju macierzystego. W załączniku I do dyrektywy CRD IV określono katalog usług podlegających wzajemnemu uznawaniu w państwach UE. Na podstawie jednolitego paszportu instytucja kredytowa, jeżeli uzyskała zezwolenie w państwie członkowskim, w którym znajduje się jej siedziba, może świadczyć w innych państwach członkowskich m.in. usługi inwestycyjne¹ wymienione w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy MiFID II. Ponadto zgodnie z motywem 38 tej dyrektywy w odniesieniu do instytucji kredytowych nie powinno mieć miejsca podwójne licencjonowanie świadczenia usług bankowych i inwestycyjnych. Organy nadzoru powinny natomiast weryfikować, czy instytucja kredytowa, która chce świadczyć usługi inwestycyjne, spełnia odpowiednie wymogi przewidziane we wspomnianej regulacji. Zagraniczne instytucje kredytowe mogły więc prowadzić działalność maklerską w Polsce mając jedynie właściwe zezwolenie wydane przez nadzorcę z kraju macierzystego.

Do niedawna przepisy krajowe stawiały banki krajowe, licencjonowane na podstawie ustawy Prawo bankowe, w mniej uprzywilejowanej pozycji względem niektórych banków zagranicznych. Banki krajowe musiały bowiem uzyskać dodatkowe zezwolenie KNF na prowadzenie działalności maklerskiej. Warunkiem uzyskania takiego zezwolenia było wyodrębnienie biura maklerskiego (jako jednostki organizacyjnej) w strukturze banku. W Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK)² rozwiązanie to zostało zidentyfikowane jako jedna z barier rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, ograniczająca uczestnictwo banków w zorganizowanym obrocie instrumentami finansowymi (głównie akcjami). Bez konieczności uzyskania zezwolenia KNF banki w ramach działalności inwestycyjnej mogły wykonywać tylko niektóre czynności maklerskie wyłącznie papierami wartościowymi emitowanymi lub gwarantowanymi przez Skarb Państwa lub emitowanymi przez NBP, a także innymi instrumentami finansowymi niedopuszczonymi do obrotu zorganizowanego. Mogły one także na własny rachunek dokonywać transakcji w obrocie zorganizowanym dłużnymi papierami wartościowymi oraz instrumentami pochodnymi, dla których instrumentem bazowym były dłużne papiery wartościowe, stopa procentowa albo kurs walutowy. Wymóg uzyskania przez banki zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej w odniesieniu do pozostałych instrumentów finansowych i konieczność organizacyjnego wydzielenia działalności maklerskiej powodował dodatkowe koszty operacyjne i zniechęcał te instytucje do aktywności na rynku kapitałowym.

Celem zniwelowania opisanej dysproporcji między zasadami określonymi w przepisach unijnych oraz w prawie krajowym w 2023 r. wprowadzono zmiany regulacyjne w ustawie o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego³. Zmiany te zniosły wymóg uzyskiwania przez banki krajowe dodatkowego zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej i umożliwiły bankom krajowym prowadzenie na podstawie jednej licencji bankowej:

- działalności maklerskiej⁴ w obrocie zorganizowanym zgodnie z art. 111 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi,
- działalności inwestycyjnej w odniesieniu do niektórych instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym na podstawie wyłączeń zawartych w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Tym samym zrealizowano jeden z postulatów określonych w SRRK, likwidując wspomnianą barierę zidentyfikowaną na etapie tworzenia tej strategii.

Zgodnie ze znowelizowanymi przepisami ustawy Prawo bankowe działalność w zakresie obrotu instrumentami finansowymi może być prowadzona na podstawie licencji bankowej (tj. dwóch zezwoleń KNF: na utworzenie banku i rozpoczęcie przez niego działalności)⁵. Wniosek o wydanie zezwolenia na utworzenie banku – o ile podmiot zamierza prowadzić działalność maklerską – musi określać rodzaje czynności maklerskich, które bank będzie wykonywał. Z kolei rozszerzenie działalności banku na czynności maklerskie nieobjęte wspomnianą licencją wymaga jedynie uzyskania

zezwolenia organu nadzoru na zmianę statutu i uzupełnieniu jego treści o te czynności. Ustawa o zapewnieniu rozwoju rynku finansowego utrzymała natomiast wymóg wyodrębnienia organizacyjnego, co może wpływać na koszty działalności banków, np. ze względu na konieczność powielania funkcji komórek zarządzania ryzykiem, czy *back office* (w tym ewidencjonowania i rozliczania transakcji instrumentami finansowymi). Ponadto w przypadku banków krajowych posiadających wyodrębnione organizacyjnie biura maklerskie zlecenia mogą być składane bezpośrednio jedynie przez pracowników tych biur, a nie przez pracowników departamentów rynków finansowych, które zajmują się obsługą emisji nieskarbowych papierów dłużnych.

Samo zniesienie podwójnego licencjonowania działalności maklerskiej wykonywanej przez banki może zatem okazać się niewystarczające do zapewnienia istotnego wzrostu zaangażowania tych instytucji w animowanie obrotu na rynkach prowadzonych przez GPW.

Umożliwienie bankom prowadzenia działalności inwestycyjnej i maklerskiej na podstawie jednej licencji bankowej wpisuje się w obserwowaną w ostatnich latach tendencję przenoszenia działalności z domów maklerskich do biur maklerskich działających w ramach bankowych grup kapitałowych.

¹ W prawie krajowym odpowiednikiem usług inwestycyjnych są czynności maklerskie wymienione w art. 69 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

² Uchwała nr 114 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (M.P. z 2019 r., poz. 1027).

³ Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2023 r., poz. 1723) wprowadzająca zmiany w ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 2488 z późn. zm.) oraz w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 722 z późn. zm.).

⁴ Przez działalność maklerską należy rozumieć czynności wymienione w art. 69 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (m.in. przyjmowanie i przekazywanie zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wykonywanie tych zleceń na rachunek klienta oraz nabywanie i zbywanie na własny rachunek instrumentów finansowych). Działalnością maklerską jest również wykonywanie przez firmę inwestycyjną czynności wskazanych w art. 69 ust. 4 tej ustawy (m.in. rejestrowanie instrumentów finansowych).

⁵ Art. 31 ust. 1 i art. 36 ust. 2aa ustawy Prawo bankowe.

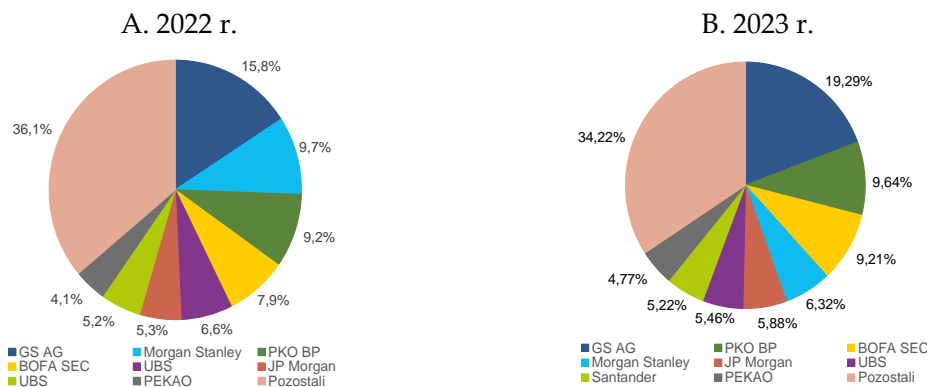
4.9.2. Działalność podmiotów maklerskich na rynku zorganizowanym

Firmy inwestycyjne prowadzą swoją działalność przede wszystkim na krajowych rynkach regulowanych i ASO organizowanych przez GPW i BondSpot.

Wykonywanie zleceń na Głównym Rynku GPW było umiarkowanie skoncentrowane pod względem podmiotowym. Udział pięciu największych firm inwestycyjnych w obrotach akcjami i PDA w 2023 r. wzrósł do 50% (wykres 4.9.2). Najbardziej aktywnym podmiotem na Głównym Rynku GPW pozostawał jeden ze zdalnych członków giełdy (zagraniczna firma inwestycyjna zawierająca transakcje bez pośrednictwa krajowych podmiotów maklerskich). Udział zdalnych członków giełdy w wartości transakcji akcjami i PDA nie zmienił się w porównaniu z rokiem poprzednim i wyniósł 56%. Wspomniane instytucje obsługują przede wszystkim inwestorów zagranicznych, których udział w obrotach wspomnianymi instrumentami był w 2023 r. najwyższy w historii (65%). Zwiększeniu aktywności wspomnianych inwestorów sprzyjał organizowany

przez GPW i Grupę Kapitałową KDPW program wspierania płynności – High Volume Provider (HVP)²⁸².

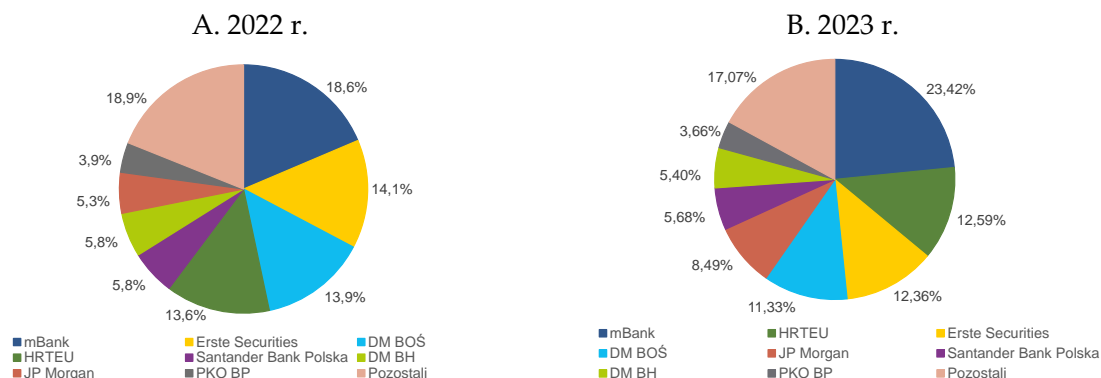
Wykres 4.9.2. Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach akcjami oraz PDA na Głównym Rynku GPW w 2022 i 2023 r.



Uwaga: dane obejmują transakcje sesyjne, pakietowe i inne.

Źródło: GPW.

Wykres 4.9.3. Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach kontraktami *futures* na Głównym Rynku GPW w 2022 i 2023 r.



Uwaga: dane obejmują transakcje sesyjne i pakietowe.

Źródło: GPW.

W pozostałych segmentach Głównego Rynku GPW dominacja kilku podmiotów maklerskich była znacznie większa. Udział pięciu największych członków giełdy w obrotach kontraktami *futures* w 2023 r. wyniósł 68,2% (wykres 4.9.3), a opcjami 84,3%. W zakresie wykonywania zleceń na rynku

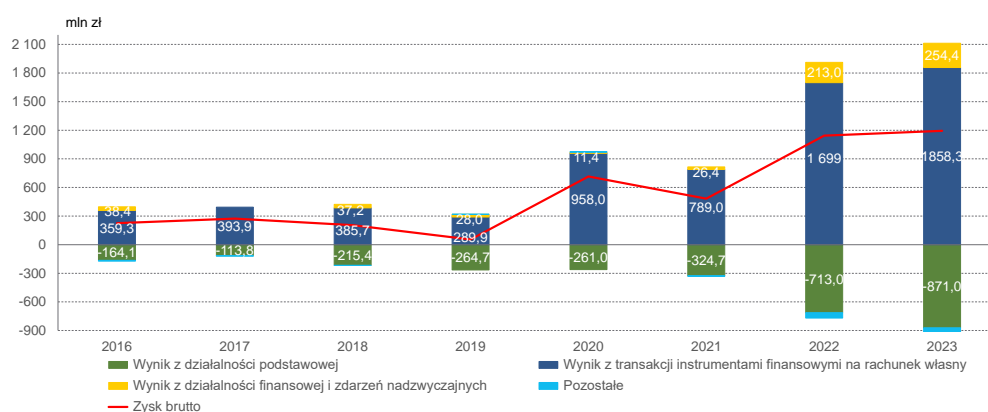
²⁸² Program ten polega na pobieraniu przez instytucje infrastruktury preferencyjnych opłat, odpowiednio, transakcyjnych i potransakcyjnych od tych podmiotów, które zawierają transakcje o dużej wartości, a ich głównym obszarem działalności jest inwestowanie wyłącznie na rachunek własny. Kryteria te najczęściej spełniają zdalni członkowie giełdy lub ich klienci.

certyfikatów inwestycyjnych i produktów strukturyzowanych dominowały instytucje finansowe odpowiadające za organizację emisji tych instrumentów i pełniące funkcję market makerów.

4.9.3. Wyniki finansowe domów maklerskich

Zysk brutto krajowych domów maklerskich wzrósł z 1 143,3 mln zł w 2022 r. do 1 194,5 mln zł w 2023 r. Podobnie jak w poprzednim roku, przyczynił się do tego głównie wynik z tytułu transakcji na rachunek własny (wykres 4.9.4.). Wzrósł on z 1 699,0 mln zł w 2022 r. do 1 858,3 mln zł w 2023 r., co pozwoliło wypracować domom maklerskich 940,1 mln zł zysku z działalności operacyjnej²⁸³ (o około 1% więcej niż w 2022 r.). Ponadto wynik z działalności finansowej i zdarzeń nadzwyczajnych w 2023 r. wzrósł o 19,4% względem roku poprzedniego. W efekcie domy maklerskie w 2023 r. osiągnęły 972,7 mln zł zysku netto (wobec 927,0 mln zł rok wcześniej).

Wykres 4.9.4. Dekompozycja zysku brutto domów maklerskich w latach 2016–2023



Źródło: UKNF.

Na poprawę wyników sektora krajowych domów maklerskich wpłynęły zwiększone zyski podmiotów oferujących dostęp do platform typu *forex* i jednocześnie często będących kontrahentami w transakcjach inicjowanych przez ich klientów na tych platformach. Głównym źródłem tych zysków były wyniki z tytułu różnicy między kwotowaniami (spread), po których domy maklerskie zawierają przeciwstawne transakcje ze swoimi klientami oraz wynik z transakcji o charakterze spekulacyjnym przeprowadzanych na rachunek własny. O znaczeniu usługi dostępu do platform *forex* dla rentowności domów maklerskich w Polsce może świadczyć to, że zysk netto największego z podmiotów oferujących dostęp do tych platform stanowił prawie 81% zysku netto wszystkich domów maklerskich. Skalę transakcji instrumentami finansowymi zawieranych przez domy maklerskie ograniczały niewielkie, w porównaniu z bankami krajowymi,

²⁸³ Wynik z działalności operacyjnej obejmuje: wynik z działalności podstawowej, wynik z operacji instrumentami finansowymi (przeznaczonymi do obrotu, utrzymywanymi do terminu zapadalności i dostępnymi do sprzedaży) oraz pozostałe przychody operacyjne.

kapitały własne (tabela 4.9.1). Na koniec 2023 r. około 99% wartości funduszy własnych domów maklerskich stanowiły kapitały podstawowe Tier 1.

Przychody z działalności podstawowej w 2023 r. zwiększyły się o 10% w porównaniu z rokiem poprzednim. Przyczyniło się do tego m.in. większe zainteresowanie przedsiębiorstw pozyskiwaniem finansowania przez emisje papierów wartościowych. W rezultacie przychody z tytułu oferowania instrumentów finansowych wzrosły o 13%. Jednak zdecydowana większość przychodów z działalności podstawowej nadal pochodziła z tytułu prowizji od przyjmowania, przekazywania i wykonywania zleceń klientów (41%). Wartość tych przychodów kształtowała się na podobnym poziomie co roku poprzednim. Ponadto odnotowano wzrost o około 12% przychodów z tytułu usług zarządzania portfelem. Z kolei obserwowany w analizowanym okresie wzrost kosztów z 1 295 tys. zł do 1 513 tys. zł (tj. o 16,9%), spowodowany m.in. zwiększeniem środków na wynagrodzenia oraz usługi obce (odpowiednio o 13% i 16%), przełożył się na rekordową stratę na działalności podstawowej, wynoszącą 871,1 mln zł.

5. Rynki finansowe

5.1. Rynek pieniężny

5.1.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku pieniężnego

W 2023 r. rynek pieniężny w Polsce funkcjonował stabilnie. Obserwowany od marca spadek inflacji w Polsce przełożył się na osłabienie oczekiwań uczestników rynku na dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej przez NBP. W II połowie 2023 r. RPP dwukrotnie obniżyła stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną z 6,75% do 5,75%. W związku z polityką pieniężną prowadzoną przez System Rezerwy Federalnej oraz EBC w 2023 r. zmniejszył się dysparytet stóp procentowych między Polską a rynkami rozwiniętymi, co zmniejszało atrakcyjność strategii *carry trade* i sprzyjało ograniczaniu aktywności na krajowym rynku pieniężnym.

W porównaniu z poprzednim rokiem zmniejszyła się wartość obrotów na krajowym rynku transakcji warunkowych. Średnia dzienna wartość takich operacji, które są realizowane prawie wyłącznie z wykorzystaniem obligacji skarbowych, zmalała o 1,1 mld zł i w 2023 r. wyniosła 18,8 mld zł (tabela 5.1.1). Spadek odnotowano wyłącznie w przypadku dominujących na krajowym rynku transakcji *sell-buy-back* (SBB). Banki krajowe częściej niż dotychczas zawierały natomiast transakcje *repo*. Ich średnia dzienna wartość wzrosła w 2023 r. o 1,7 mld zł i wyniosła 4,2 mld zł.

Średnia dzienna wartość niezabezpieczonych lokat międzybankowych, które służą bankom do bieżącego zarządzania płynnością, zmalała w 2023 r. do 3,1 mld zł (z 4,4 mld zł w 2022 r.). Transakcje O/N stanowiły około 98% wartości obrotów na tym rynku. Wielkość i struktura terminowa obrotów były uwarunkowane m.in. ograniczoną liczbą jego aktywnych uczestników, wymogami ostrożnościowymi w zakresie płynności oraz codziennymi zmianami zapotrzebowania na płynność.

W analizowanym okresie nieznacznie zmniejszyły się także średnie dzienne obroty na rynku transakcji *fx swap* złotego. Wyniosły one 25,4 mld zł i były o 4% niższe niż w 2022 r. Najważniejszymi kontrahentami banków krajowych na tym rynku były banki zagraniczne, które dzięki krótkoterminowym transakcjom *fx swap* mogły m.in. w elastyczny sposób finansować strategie inwestycyjne z wykorzystaniem złotego. Operacje realizowane między bankami krajowymi stanowiły około 9% obrotów na krajowym rynku wspomnianych transakcji z udziałem złotego.

Tabela 5.1.1. Zadłużenie na koniec roku z tytułu poszczególnych instrumentów rynku pieniężnego oraz średnia dzienna wartość obrotów na krajowym rynku transakcji lokacyjnych w latach 2020–2023 (w mld zł)

	2020	2021	2022	2023
Rynek transakcji lokacyjnych (średnie dzienne obroty netto)				
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe	3,7	3,7	4,4	3,1
Transakcje <i>repo</i> /SBB	11,7	12,4	19,9	18,8
w tym: operacje między bankami krajowymi	2,4	2,6	6,4	3,6
Transakcje <i>fx swap</i>	16,4	19,2	26,6	25,4
w tym: operacje między bankami krajowymi	1,7	2,2	3,1	2,4
Rynek instrumentów dłużnych (zadłużenie na koniec roku)				
Bony pieniężne	127,8	184,6	252,3	303,2
Bony skarbowe	10,9	0,0	0,0	0,0
Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	6,1	3,7	7,2	2,9
Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	9,9	13,4	9,5	13,3

Źródło: NBP.

W 2023 r. bony pieniężne stanowiły największy segment krajowego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Emitując te instrumenty, NBP absorbował nadmiar płynności i w ten sposób stabilizował oprocentowanie krótkoterminowych lokat międzybankowych wokół stopy referencyjnej. Średnioroczna wartość bonów pieniężnych pozostających w obiegu istotnie wzrosła i w 2023 r. wyniosła 278 mld zł (wobec 198 mld zł rok wcześniej). Do wzrostu wartości tych instrumentów w obiegu przyczynił się przede wszystkim skup walut obcych przez NBP.

Ministerstwo Finansów pokrywało potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa na krajowym rynku finansowym, emitując wyłącznie instrumenty dłużne o okresie zapadalności powyżej roku. W rezultacie w 2023 r., podobnie jak w poprzednim roku, nie przeprowadzono żadnej emisji bonów skarbowych.

Banki nadal emitowały krótkoterminowe bankowe papiery dłużne na niewielką skalę. W 2023 r. najważniejszymi nabywcami tych papierów były przedsiębiorstwa niefinansowe, zakłady ubezpieczeń i fundusze zabezpieczenia społecznego, podczas gdy wcześniej aktywne na tym rynku były głównie banki i pomocnicze instytucje finansowe.

W 2023 r. krajowe przedsiębiorstwa wyemitowały krótkoterminowe papiery dłużne o łącznej wartości 37,1 mld zł. Zadłużenie z tytułu tych instrumentów wzrosło na koniec grudnia do 13,3 mld zł (z 9,5 mld zł rok wcześniej). W ten sposób finansowanie pozyskiwały przede wszystkim przedsiębiorstwa leasingowe i faktoringowe, których podmiotami dominującymi były banki krajowe. Na koniec 2023 r. największy udział (45%) w strukturze nabywców tych papierów dłużnych miały banki krajowe.

5.1.2. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych

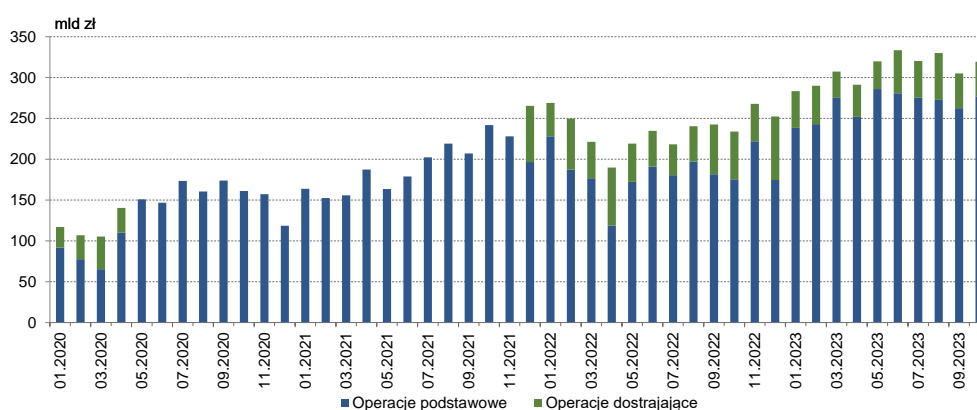
5.1.2.1. Bony pieniężne

Emisja bonów pieniężnych jest podstawową formą operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP. Wartość bonów pieniężnych oferowanych na przetargach zależy od prognozowanej skali nadpłynności w krajowym systemie bankowym. Wykorzystując ten instrument, bank centralny absorbuje nadmiar płynności i w ten sposób wpływa na oprocentowanie krótkoterminowych lokat międzybankowych.

Wielkość rynku

W 2023 r. średnioroczna wartość bonów pieniężnych NBP w obiegu, odzwierciedlająca skalę nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, istotnie wzrosła i wyniosła 278 mld zł, tj. około 40% więcej niż w 2022 r. (wykres 5.1.1)²⁸⁴. Było to związane przede wszystkim ze skupem netto walut obcych przez NBP. Na wzrost nadpłynności wpływ miały również wypłaty dyskonta od bonów pieniężnych oraz odsetek od rezerwy obowiązkowej, dokonywane przez NBP na rzecz banków. Wypłaty te w 2023 r. wyniosły łącznie 22,5 mld zł. W kierunku ograniczenia płynności sektora bankowego działały natomiast przede wszystkim wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu (o 6,5 mld zł w ujęciu grudzień 2023 r. do grudnia 2022 r.) oraz wzrost rezerwy obowiązkowej, wynikający ze zwiększenia się środków stanowiących podstawę jej naliczania.

Wykres 5.1.1. Bony pieniężne w obiegu w latach 2020–2023 (według stanu na koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej)



Źródło: NBP.

²⁸⁴ Szerzej na temat czynników kształtujących płynność krajowego systemu bankowego w: *Raport roczny 2023. Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP*, NBP, Warszawa 2024. Dokument dostępny pod adresem: https://nbp.pl/wp-content/uploads/2024/06/DKO_WM_Raport_Roczny_Plynosc_sektora_bankowego_2023_A4_2024_MP_v1.5-INT.pdf.

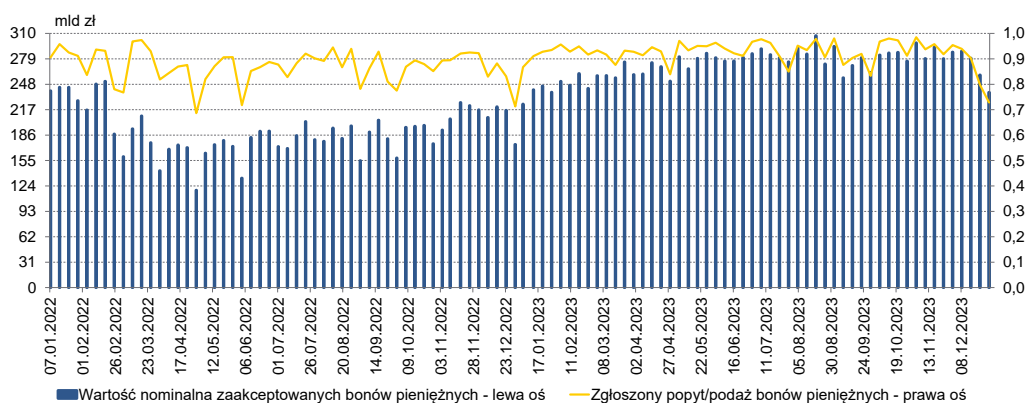
Rynek pierwotny

Zgodnie z założeniami polityki pieniężnej bank centralny za pomocą operacji otwartego rynku oddziałuje na płynność w sektorze bankowym w taki sposób, aby stabilizować indeks POLONIA wokół stopy referencyjnej²⁸⁵. Podstawowe operacje otwartego rynku polegają na emisji przez NBP bonów pieniężnych, co do zasady z 7-dniowym terminem zapadalności. Przetargi na te papiery dłużne odbywają się raz w tygodniu (standardowo w piątki), a ich rozrachunek jest dokonywany tego samego dnia²⁸⁶. Rentowność oferowanych przez NBP bonów pieniężnych (określona według 360-dniowej bazy odsetkowej) jest równa ustalonej przez RPP stopie referencyjnej.

Średnia dzienna wartość wyemitowanych w operacjach podstawowych bonów pieniężnych w 2023 r. wyniosła około 271 mld zł, wobec prawie 192 mld zł w 2022 r. Podobnie jak w poprzednich latach zgłaszany przez banki na przetargach popyt na bony był nieco niższy od oferowanej podaży (wykres 5.1.2).

Aby ograniczać wahania krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych, NBP przeprowadzał również absorbujące płynność operacje dostrajające o terminach zapadalności krótszych niż 7 dni. Obejmowały one emisję bonów pieniężnych w ostatnim dniu roboczym okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej oraz dodatkowe nieregularne emisje tych instrumentów, organizowane w trakcie wspomnianego okresu. W 2023 r. zrealizowano 47 operacji dostrajających, w tym 35 nieregularnych. W ramach tych operacji bank centralny sprzedawał 1-, 2-, 3- i 4-dniowe bony pieniężne. Średnioroczna wartość tych emisji zwiększyła się z niespełna 6 mld zł w 2022 r. do 7 mld zł w 2023 r.

Wykres 5.1.2. Wartość nominalna bonów pieniężnych NBP emitowanych w ramach operacji podstawowych i relacja popytu do podaży na rynku pierwotnym w latach 2022–2023



Źródło: NBP.

²⁸⁵ Założenia polityki pieniężnej na rok 2023, NBP, Warszawa 2022, s. 7.

²⁸⁶ Jeżeli piątek nie jest dniem roboczym, to dzień przetargu i termin zapadalności bonów pieniężnych są odpowiednio dostosowywane.

W przetargach na bony emitowane w operacjach podstawowych mogły uczestniczyć wszystkie banki spełniające warunki określone przez Zarząd NBP²⁸⁷. Operacje dostrajające są, zgodnie z uchwałą Zarządu NBP, przeprowadzane co do zasady z bankami, które spełniają wspomniane warunki oraz pełnią funkcję Dealerów Rynku Pieniężnego (DRP)²⁸⁸. W 2023 r. pozostawała jednak w mocy decyzja Zarządu NBP z marca 2020 r., która w związku z uwarunkowaniami wynikającymi z pandemii COVID-19 umożliwiała dostęp do operacji dostrajających NBP również podmiotom mającym prawo uczestnictwa w podstawowych operacjach otwartego rynku.

Rynek wtórny i infrastruktura

Ewidencja bonów pieniężnych jest prowadzona w organizowanym przez NBP systemie SKARBNET4, który pełni rolę centralnego depozytu dla tych papierów wartościowych. System ten służy również do rozliczania i rozrachunku transakcji wspomnianymi papierami dłużnymi.

Obrót bonami pieniężnymi odbywa się na międzybankowym rynku OTC. W 2023 r. średnia dzienna wartość transakcji bonami pieniężnymi na rynku wtórnym wyniosła 6,4 mld zł, tj. około 1,1 mld zł więcej niż roku poprzednim. Były to wyłącznie operacje bezwarunkowe, co wynikało przede wszystkim z krótkich pierwotnych terminów zapadalności bonów pieniężnych (do 7 dni) oraz jeszcze krótszego okresu, w którym mogłoby nastąpić przeniesienie własności tych papierów wartościowych w celu ustanowienia na nich zabezpieczenia²⁸⁹.

5.1.2.2. Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne

Wielkość rynku

Banki działające w Polsce w znikomym stopniu finansowały się środkami pozyskanymi z emisji krótkoterminowych bankowych papierów dłużnych (KBPD). Na koniec 2023 r. wartość tych zobowiązań była ponad dwukrotnie niższa niż w roku poprzednim i wyniosła 2,9 mld zł (wykres 5.1.3). Udział KBPD w pasywach sektora bankowego spadł do około 0,1%. Niewielkie wykorzystanie krótkoterminowych papierów wartościowych było spowodowane głównie dużą

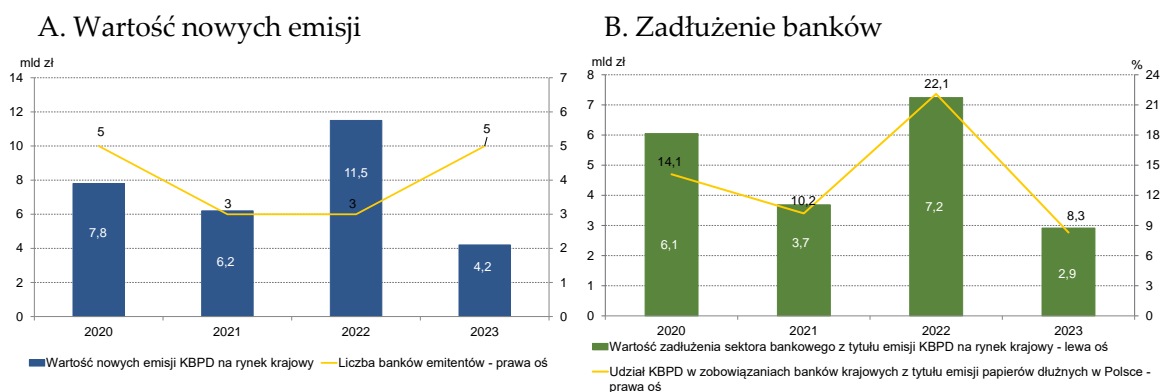
²⁸⁷ Uchwała nr 56/2010 Zarządu NBP z dnia 21 października 2010 r. w sprawie kryteriów uczestnictwa banków krajowych, oddziałów banków zagranicznych oraz oddziałów instytucji kredytowych w operacjach otwartego rynku prowadzonych przez Narodowy Bank Polski (tekst jednolity Dz. Urz. NBP z 2015, poz. 12 z późn. zm.). Zgodnie z tą uchwałą operacje podstawowe są przeprowadzane z bankami, które: posiadają rachunek bieżący w NBP prowadzony w systemie SORBNET2, są uczestnikami systemu SKARBNET4 oraz są bezpośrednimi uczestnikami KDPW w przypadku, gdy przedmiotem operacji są papiery wartościowe zdeponowane w KDPW.

²⁸⁸ W 2023 r. status DRP miało trzynaście banków krajowych.

²⁸⁹ Zgodnie z Uchwałą nr 7/2015 Zarządu NBP z dnia 12 marca 2015 r. w sprawie wprowadzenia Regulaminu prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP w systemie SKARBNET4 oraz przeprowadzania w tym systemie operacji na papierach wartościowych (tekst jednolity Dz. Urz. NBP z 2017 r., poz. 18 z późn. zm.) dzień zakończenia transakcji *repo* lub SBB nie może przypadać później niż w dniu poprzedzającym termin wykupu bonów będących przedmiotem transakcji.

dostępnością depozytów sektora niefinansowego. Charakteryzują się one znacznie niższym kosztem niż finansowanie za pośrednictwem emisji papierów dłużnych.

Wykres 5.1.3. Emisje KBPD na rynek krajowy w latach 2020–2023



Źródło: NBP.

Rynek pierwotny

W 2023 r. na krajowym rynku KBPD aktywnych było pięć banków komercyjnych, głównie banki hipoteczne, które z mocy prawa nie mogą finansować działalności depozytami sektora niefinansowego oraz rządowego i samorządowego. Udział banków emitujących wspomniane papiery dłużne w aktywach sektora bankowego wyniósł łącznie około 4%. Średni udział zobowiązań z tytułu KBPD w pasywach tych banków był zróżnicowany (około 0,3–10% pasywów).

Wszystkie wyemitowane w 2023 r. KBPD były skierowane na rynek krajowy i podobnie jak w ubiegłych latach nominowane w złotych. Emisje oferowane przez banki nie były wprowadzane do obrotu na rynkach zorganizowanych²⁹⁰.

Rynek wtórny i inwestorzy

Struktura inwestorów na rynku KBPD była odmienna od obserwowanej we wcześniejszych latach. W 2023 r. najważniejszymi nabywcami tych papierów były przedsiębiorstwa niefinansowe, zakłady ubezpieczeń i fundusze zabezpieczenia społecznego, podczas gdy wcześniej aktywne na tym rynku były głównie banki oraz pomocnicze instytucje finansowe.

Nie są dostępne dane o wartości transakcji KBPD na rynku wtórnym. Z informacji uzyskanych od banków będących organizatorami emisji wynika, że transakcje na tym rynku były zawierane sporadycznie. Ze względu na krótki pierwotny termin zapadalności tych instrumentów nabywcy zazwyczaj utrzymywali je do terminu wykupu.

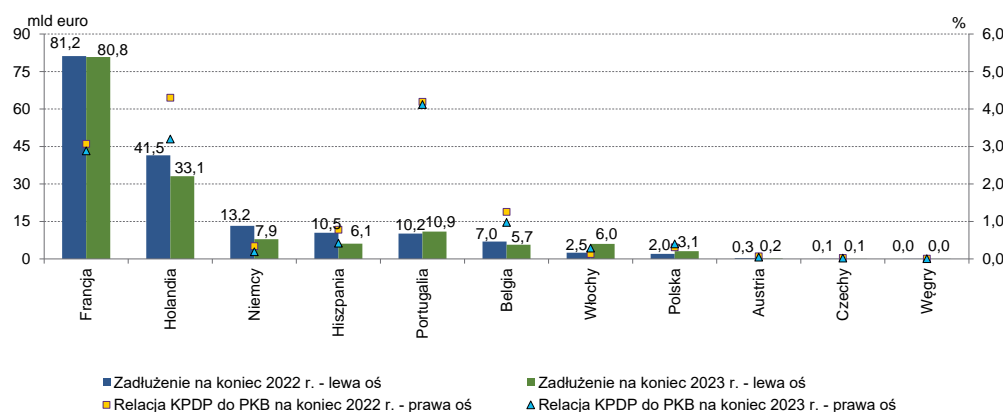
²⁹⁰ Papiery te spełniały warunki wyłączenia z obowiązku sporządzania i udostępniania prospektu emisyjnego.

5.1.2.3. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw

Wielkość rynku

W 2023 r. wartość emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP)²⁹¹ wyniosła 37,1 mld zł w ramach 159 serii (tabela 5.1.2). Podobnie jak w poprzednich latach środki finansowe pozyskiwały w ten sposób przede wszystkim podmioty leasingowe i faktoringowe w ramach grup bankowych. Zadłużenie z tytułu KPDP na koniec 2023 r. wyniosło 13,3 mld zł (9,5 mld zł na koniec 2022 r.), w tym 11,4 mld zł stanowiły emisje tych podmiotów. Stopień rozwoju rynków KPDP w poszczególnych państwach członkowskich UE był silnie zróżnicowany (wykres 5.1.4). Zadłużenie z tytułu emisji tych instrumentów przez podmioty krajowe na koniec 2023 r. stanowiło około 0,4% PKB Polski i było istotnie niższe niż w strefie euro (1,5%)²⁹².

Wykres 5.1.4. Wartość zadłużenia z tytułu KPDP w wybranych państwach członkowskich UE oraz jego relacja do PKB na koniec 2022 i 2023 r.



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu KPDP w Polsce przeliczono według średniego kursu EUR/PLN na koniec grudnia 2022 r. (4,6899) oraz na koniec grudnia 2023 r. (4,3480). Wartości za 2022 r. różnią się od danych zamieszczonych w poprzedniej edycji tego opracowania ze względu na korekty danych publikowanych przez EBC. Źródło: opracowano na podstawie danych Statistical Data Warehouse EBC, Eurostat oraz NBP.

Tabela 5.1.2. Wartość zadłużenia z tytułu KPDP w latach 2020–2023 (w mld zł)

	2020	2021	2022	2023
Wartość zadłużenia	9,9	13,4	9,5	13,3
Wartość nowych emisji	16,9	29,4	27,7	37,1

Źródło: dane KDPW.

²⁹¹ Na potrzeby tego opracowania krajowy rynek KPDP obejmuje papiery dłużne o pierwotnym terminie zapadalności poniżej roku, wyemitowane w Polsce przez następujące kategorie podmiotów (według klasyfikacji ESA 2010): przedsiębiorstwa niefinansowe, pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego (z wyjątkiem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych), pomocnicze instytucje finansowe, instytucje finansowe typu *captives* oraz udzielające pożyczek.

²⁹² Dane dostępne na stronie internetowej EBC: <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691436>.

Struktura rynku

W 2023 r. finansowanie na krajowym rynku krótkoterminowych papierów dłużnych pozyskało 30 przedsiębiorstw. Osiem spółek faktoringowych i leasingowych z grup bankowych wyemitowało KPDP o wartości ponad 34,5 mld zł, w tym jedna spółka faktoringowa o wartości 19,9 mld zł. Przedsiębiorstwa niefinansowe uplasowały w tym okresie KPDP o wartości prawie 1,3 mld zł, w tym koncern medialny o wartości prawie 750 mln zł. Ponad 40 serii wspomnianych instrumentów finansowych o łącznej wartości prawie 300 mln zł w 2023 r. wyemitowały spółki komunalne.

Na koniec analizowanego okresu w obiegu pozostawało 58 serii KPDP o równowartości 13,3 mld zł. Obejmowało to sześć serii papierów dłużnych nominowanych w euro, o łącznym nominale ponad 500 mln euro. Instrumenty nominowane w tej walucie były emitowane także w ciągu roku przez spółki faktoringowe oraz leasingowe działające w ramach jednej grupy bankowej.

Nieco ponad połowa KPDP (w ujęciu wartościowym, według stanu na koniec analizowanego okresu) była sprzedawana z dyskontem (instrumenty zerokuponowe), a w przypadku pozostałych wysokość kuponów była powiązana ze wskaźnikiem WIBOR. Najczęściej emitowano KPDP o wartościach nominalnych 100 tys. zł, 200 tys. zł albo 1 mln zł. Średni pierwotny termin zapadalności tych KPDP wynosił dziewięć miesięcy, ale w przypadku ponad 30% tych papierów dłużnych był krótszy niż trzy miesiące. Zdecydowaną większość KPDP (o wartości prawie 11,0 mld zł) stanowiły instrumenty zabezpieczone. Funkcję agentów emisji KPDP pełniły przeważnie duże banki. W przypadku firm leasingowych i faktoringowych były to banki należące do tej samej grupy kapitałowej co emitenci.

Rynek wtórny i inwestorzy

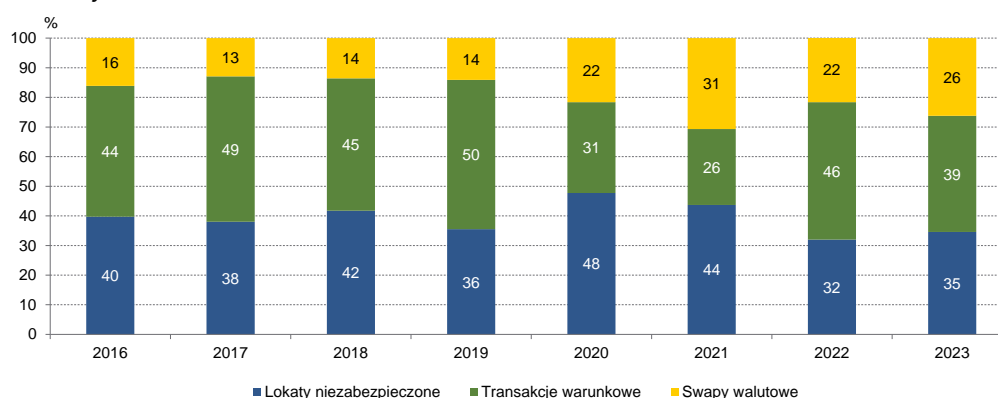
Ze względu na krótkie pierwotne terminy zapadalności KPDP nie były notowane na rynkach zorganizowanych, a transakcje nimi zawierano na rynku OTC za pośrednictwem agentów emisji. Z danych KDPW wynika, że serie KPDP o znacznej wartości i dłuższych pierwotnych terminach wykupu, emitowane przez spółki leasingowe i faktoringowe, charakteryzowały się relatywnie dużą płynnością (w porównaniu z wartością transakcji większości serii długoterminowych obligacji przedsiębiorstw). Z danych NBP wynika, że w strukturze nabywców KPDP największe udziały na koniec 2023 r. miały: banki krajowe (45%), przedsiębiorstwa niefinansowe (33%), osoby fizyczne (9%) oraz fundusze inwestycyjne (5%).

5.1.3. Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym

Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym służy jego uczestnikom do bieżącego zarządzania płynnością finansową, tj. do lokowania przejściowych nadwyżek lub pożyczania brakujących środków. Ze względu na ryzyko kredytowe wśród transakcji lokacyjnych wyróżnia się lokaty niezabezpieczone oraz lokaty zabezpieczone walutami (*fx swap*) i papierami wartościowymi (operacje warunkowe – *repo* i *SBB*).

W 2023 r. średnie dzienne obroty na krajowym rynku międzybankowych transakcji o charakterze lokacyjnym wyniosły 9,1 mld zł i były o 35% niższe niż rok wcześniej. Mniejszą aktywność banków krajowych w tym segmencie odnotowano w przypadku wszystkich segmentów rynku: transakcji warunkowych, swapów walutowych oraz lokat niezabezpieczonych. Najsilniejszy spadek dotyczył transakcji warunkowych, co przełożyło się na istotne zmniejszenie ich udziału w strukturze operacji o charakterze lokacyjnym, realizowanych między bankami w Polsce (wykres 5.1.5).

Wykres 5.1.5. Struktura transakcji o charakterze lokacyjnym na krajowym rynku międzybankowym w latach 2016–2023



Uwagi: obroty netto na międzybankowym rynku transakcji o charakterze lokacyjnym w Polsce są równe wartości nominalnej lokat niezabezpieczonych, transakcji warunkowych (*repo* i *SBB*) oraz swapów walutowych zawartych jedynie między bankami rezydentami.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP i MF.

Do zarządzania płynnością w 2023 r. banki krajowe wykorzystywały przede wszystkim operacje warunkowe (*SBB* i *repo*), głównie o terminach zapadalności do tygodnia włącznie, jak również lokaty niezabezpieczone, wśród których nadal dominowały transakcje O/N (98% wartości obrotów). Z kolei kontrahentami banków krajowych w transakcjach *fx swap* były głównie banki zagraniczne, które, regularnie odnawiając krótkoterminowe pożyczki w złotych, finansowały swoje inwestycje na krajowym rynku kapitałowym.

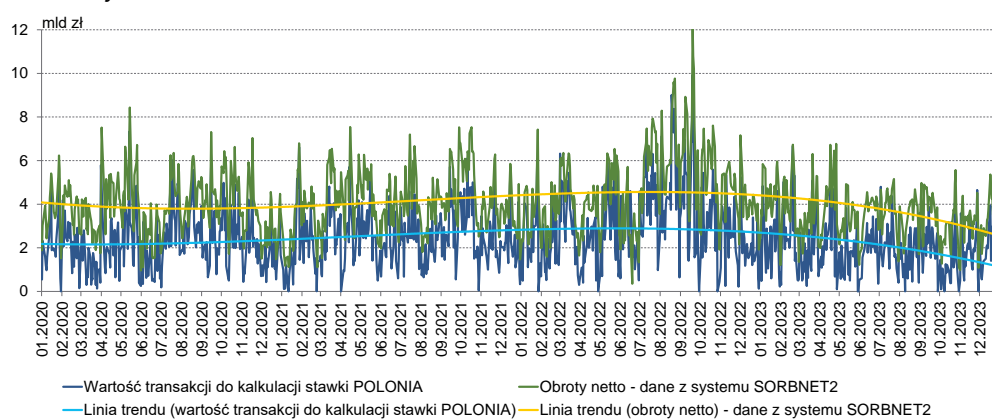
5.1.3.1. Lokaty niezabezpieczone

Wielkość rynku

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2023 r. wyniosły nieco ponad 3,1 mld zł, tj. o około 1,3 mld zł mniej niż w poprzednim roku (wykres 5.1.6). Płynność tego rynku była nadal silnie skoncentrowana w segmencie transakcji O/N. W porównaniu z 2022 r. średnia dzienna wartość tych transakcji zmalała o 26% (do niespełna 3,1 mld zł), przy zmniejszeniu się liczby takich operacji o 33%. Jednocześnie istotnie osłabła obserwowana w okresie od końca 2021 r. do końca 2022 r. ponadprzeciętna aktywność banków

w segmencie transakcji o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności (wykres 5.1.6). Mniejsza liczba transakcji o terminach 1M–1Y przełożyła się na duży spadek średniej dziennej wartości transakcji ważonych ich okresem zapadalności (tzw. obrotodni), która w 2023 r. wyniosła 3,7 mld zł (o 43% mniej niż w 2022 r.). Ograniczona płynność krajowego rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych wynikała przede wszystkim z obowiązujących banki norm ostrożnościowych w zakresie ryzyka płynności, niskich limitów kredytowych na takie transakcje oraz małej liczby aktywnych uczestników tego rynku.

Wykres 5.1.6. Dienne obroty netto na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w latach 2020–2021



Źródło: NBP.

Struktura rynku

Banki krajowe preferowały niezabezpieczone lokaty międzybankowe o najkrótszych terminach zapadalności, przede wszystkim ze względu na codzienne zmiany zapotrzebowania na płynne środki, wynikające m.in. z potrzeb klientów instytucjonalnych oraz prowadzenia rachunków *loro* w złotych dla podmiotów zagranicznych. Umożliwiało to elastyczność w zarządzaniu płynnością oraz pozwalało ograniczyć ryzyko kredytowe kontrahenta. Preferencje te, w połączeniu z małą skłonnością banków krajowych do zawierania transakcji niezabezpieczonych na dłuższe okresy, wynikającą z norm płynnościowych określonych w regulacjach CRD IV/CRR, determinowały strukturę terminową tego rynku. Operacje O/N w 2023 r. stanowiły aż 98% wartości obrotów. W pozostałych segmentach krajowego rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych aktywność była znikoma (tabela 5.1.3).

W porównaniu z poprzednim okresem w 2023 r. istotnie zmalała aktywność banków krajowych w segmencie transakcji jednodniowych innych niż O/N. Zrealizowano o 75% mniej operacji T/N niż w 2022 r., a łączna wartość tych transakcji w analizowanym okresie zmalała o 73% i wyniosła 4,3 mld zł. Transakcje S/N, podobnie jak w poprzednim roku, praktycznie nie były zawierane (odnotowano tylko kilka takich operacji w 2023 r.). Na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych sporadycznie (kilka razy na miesiąc) zawierano inne niż jednodniowe transakcje o standardowych terminach zapadalności poniżej jednego miesiąca – w porównaniu

z 2022 r. zawarto o 84% mniej transakcji S/W i 2W, a ich łączna wartość wyniosła 450 mln zł (o 93% mniej niż w rok wcześniej).

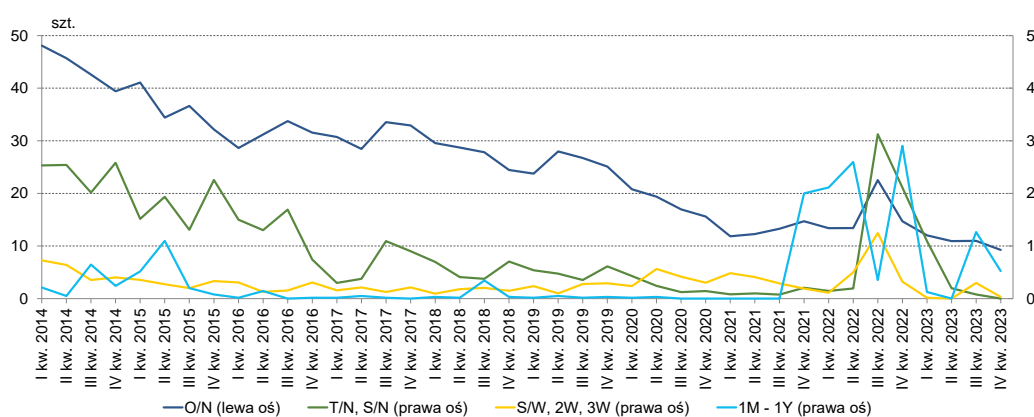
Tabela 5.1.3. Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2022 i 2023 r. (w %)

Termin pierwotny lokaty	I połowa 2022 r.	II połowa 2022 r.	I połowa 2023 r.	II połowa 2023 r.
O/N	95,2	92,9	97,5	98,0
T/N S/N S/W 2W 3W	0,7	2,9	0,8	0,4
1M 2M 3M 6M 9M 1Y	0,9	0,5	0,0	0,3
Niestandardowe terminy	3,2	3,7	1,7	1,3
Ogółem	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: NBP.

W 2023 r. na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych prawie całkowicie wygasła obserwowana od końca 2021 r. ponadprzeciętna aktywność banków krajowych w segmencie transakcji o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności (wykres 5.1.7). Łączna wartość takich lokat wyniosła 1,2 mld zł, w tym prawie połowę stanowiły transakcje 6M. Wspomniany spadek zainteresowania wspomnianymi operacjami mógł być związany ze zmniejszeniem się zróżnicowania oczekiwań uczestników rynku odnośnie do zmian stóp procentowych NBP. W 2023 r. około połowy transakcji w tym segmencie rynku zostało bowiem zawarte bezpośrednio po wrześniowym posiedzeniu RPP. Stronami transakcji o terminach 1M–1Y zawartych w okresie wzmożonej aktywności banków w tym segmencie rynku byli uczestnicy fixingu wskaźników WIBOR i WIBID.

Wykres 5.1.7. Średnia dzienna liczba transakcji zawartych na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w okresie I kwartał 2014 r. – IV kwartał 2023 r.



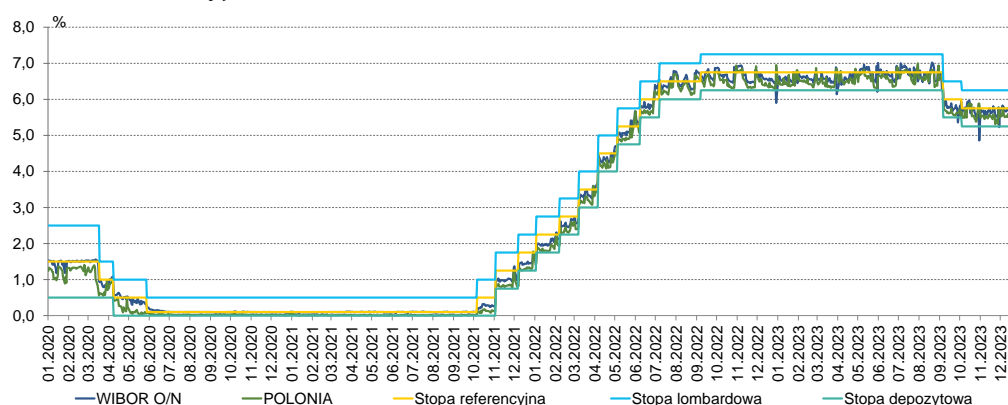
Źródło: opracowano na podstawie danych z systemu SORBNET2.

Kredyt techniczny pozostawał ważnym instrumentem zarządzania płynnością w bankach w ciągu dnia operacyjnego. Jest on udzielany przez NBP uczestnikom systemu płatności SORBNET2 w zamian za przeniesienie prawa własności do skarbowych papierów wartościowych, bonów pieniężnych oraz wskazanych na stronie internetowej NBP nieskarbowych papierów dłużnych

zarejestrowanych w KDPW²⁹³. Średnia dzienna wartość zaciągniętego w 2023 r. przez banki kredytu technicznego wzrosła o 8% w porównaniu z 2022 r. i wyniosła 80 mld zł. Zabezpieczenie kredytu technicznego stanowiły przede wszystkim obligacje skarbowe (77% wartości).

Stawka POLONIA²⁹⁴ oraz wskaźnik WIBOR O/N co do zasady utrzymywały się w przedziale wahań wyznaczonym przez stopy procentowe NBP – depozytową i lombardową (wykres 5.1.8). Jednym z nielicznych wyjątków pod tym względem był 29 grudnia 2023 r., gdy wskaźnik WIBOR O/N wyniósł 3,64% (tj. o 33% mniej niż dzień wcześniej). Wynikało to ze skumulowania kilku efektów, bowiem był to: ostatni dzień utrzymywania rezerwy obowiązkowej, ostatni dzień roboczy miesiąca i zarazem ostatni dzień roboczy w roku, co miało istotne znaczenie m.in. z perspektywy formuły naliczania podatku od aktywów niektórych instytucji finansowych, jak również składki na BFG. W analizowanym okresie odnotowano osiem dni, w których nie zawarto ani jednej transakcji O/N między uczestnikami fixingu stawki POLONIA. W tych dniach, zgodnie z regulaminem jej fixingu²⁹⁵, obowiązywały stawki z poprzedniego dnia.

Wykres 5.1.8. Wskaźnik WIBOR O/N, stawka POLONIA oraz stopy NBP: depozytowa, lombardowa i referencyjna w latach 2020–2023



Źródło: NBP i Refinitiv.

W porównaniu z 2022 r. o 37% zmalała średnia wartość transakcji zawieranych między bankami uczestniczącymi w fixingu stawki POLONIA. W 2023 r. uczestniczyło w nim 18 banków, tj. o jeden

²⁹³ Uchwała nr 9/2015 Zarządu NBP z dnia 12 marca 2015 r. w sprawie wprowadzenia Regulaminu refinansowania banków kredytem lombardowym oraz kredytem w ciągu dnia operacyjnego przez Narodowy Bank Polski (tekst jednolity Dz. Urz. NBP z 2022, poz. 7, z późn. zm).

²⁹⁴ Stawka POLONIA (Polish Overnight Index Average) jest publikowana każdego dnia roboczego o godzinie 17.00 w serwisie informacyjnym Refinitiv oraz na stronie NBP, który odpowiada za jej kalkulację. Stawka ta jest obliczana jako średnie oprocentowanie lokat międzybankowych O/N ważone wartością tych lokat. Bazą do obliczania tej stawki są zawarte między uczestnikami fixingu i skierowane do rozrachunku do godziny 16.30 transakcje, o których informacje zostały przekazane przez uczestników fixingu do NBP do godziny 16.45.

²⁹⁵ Uchwała nr 24/2023 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 17 kwietnia 2023 r. w sprawie wprowadzenia „Regulaminu Fixingu Stawki Referencyjnej POLONIA” (Dz. Urz. NBP z 2023 r., poz. 5).

mniej niż rok wcześniej. Ich transakcje stanowiły 63% wartości wszystkich lokat O/N zawartych w 2023 r. między bankami będącymi uczestnikami systemu płatności SORBNET2.

W 2023 r. nie zmieniła się liczba uczestników fixingu wskaźników WIBOR i WIBID. Kwotowania na potrzeby ich wyznaczenia przekazywało dziesięć banków. W 2023 r. kontynuowano prace nad reformą wskaźników referencyjnych, której celem jest zastąpienie wskaźnika WIBOR w umowach i instrumentach finansowych wskaźnikiem typu *risk-free*, podobnie jak miało to miejsce w innych jurysdykcjach (ramka 5.1.1).

Ramka 5.1.1. Reforma wskaźników referencyjnych stóp procentowych w Polsce

Prace Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych

W 2023 r. Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR)¹ kontynuowała, zgodnie z przyjętym w poprzednim roku harmonogramem (tzw. mapą drogową), prace zmierzające do zastąpienia kluczowego wskaźnika referencyjnego WIBOR przez nowy wskaźnik typu *risk-free*, którym zgodnie z decyzją Komitetu Sterującego NGR (KS NGR) z 2022 r. miałyby być WIRON². W ramach prac NGR przygotowano rekomendacje dotyczące m.in. stosowania indeksu *risk-free* oraz bazujących na nim indeksów składanych w nowych umowach i instrumentach finansowych, stosowania stawki zastępczej dla wskaźnika referencyjnego WIBOR w niektórych instrumentach pochodnych stopy procentowej, czy też zasad i możliwych sposobów konwersji istniejących papierów dłużnych, w których stosowany jest wskaźnik WIBOR.

W 2023 r. indeks WIRON zaczął być używany w umowach i instrumentach finansowych. W styczniu na krajowym rynku finansowym zawarto pierwszą transakcję OIS, w której indeks ten stanowił instrument bazowy³. W lutym WIRON został wprowadzony jako składnik opłat za wyniki (wynagrodzenia zmiennego) w funduszach inwestycyjnych i tym samym w rozumieniu rozporządzenia BMR stał się wskaźnikiem referencyjnym⁴. Jeden z banków krajowych rozpoczął oferowanie pierwszych kredytów hipotecznych, w których WIRON stanowił podstawę oprocentowania. Z kolei w październiku 2023 r. londyńska izba rozliczeniowa LCH Ltd rozpoczęła oferowanie rozliczeń transakcji OIS na ten wskaźnik. W grudniu 2023 r. stowarzyszenie ISDA opublikowało zmiany w „ISDA Fallback Protocol”, zgodnie z którymi w umowach zawartych między stronami, które przystąpią do protokołu i w których stosowany jest wskaźnik WIBOR, w sytuacji likwidacji tego wskaźnika zostanie on zastąpiony stawką zastępczą wyznaczoną jako suma stawki bazującej na wskaźniku WIRON oraz spreadu korygującego wyznaczonego przez Bloomberg. Spread ten jest codziennie wyliczany przez tę agencję jako pięcioletnia mediana różnic między wskaźnikiem WIBOR a stopami składanymi na podstawie wskaźnika WIRON na terminy zapadalności 1M, 3M oraz 6M. Ostateczna wartość spreadu ma zostać ustalona w momencie wystąpienia tzw. zdarzenia regulacyjnego, tj. wydania oficjalnego komunikatu o likwidacji wskaźnika WIBOR.

25 października 2023 r. opublikowano komunikat KS NGR informujący o wydłużeniu do końca 2027 r. ostatecznego terminu konwersji wskaźnika WIBOR na nowy wskaźnik typu *risk-free*⁵. Wskazano, że w toku prac mających na celu przeprowadzenie „adekwatnej oraz bezpiecznej pod względem ekonomicznym i prawnym” zamiany w historycznym portfelu umów i instrumentów finansowych wskaźnika WIBOR na taki nowy wskaźnik „zidentyfikowano szereg wyzwań i trudności specyficznych dla krajowego systemu finansowego”, co skutkowało koniecznością przesunięcia pierwotnie założonego terminu zastąpienia wskaźnika WIBOR. W komunikacie zasygnalizowano, że wskaźnik ten będzie zastąpiony przez „nowy wskaźnik referencyjny / nowy wskaźnik typu RFR”.

Ocena zdolności wskaźnika WIBOR do pomiaru rynku oraz realiów gospodarczych

29 czerwca 2023 r. KNF opublikowała na stronie internetowej wyniki przeprowadzonej zgodnie z art. 23 ust. 4 rozporządzenia BMR oceny zdolności wskaźnika WIBOR do pomiaru rynku i realiów gospodarczych, których pomiar jest jego celem⁶. Zgodnie z wymogami wspomnianej regulacji ma ona być przeprowadzana przez organ nadzoru nad administratorem kluczowego wskaźnika referencyjnego raz na dwa lata, po przedstawieniu analogicznej oceny przez administratora (GPW Benchmark).

Z oceny KNF wynikało, że wskaźnik WIBOR posiadał zdolność do pomiaru rynku oraz realiów gospodarczych, do których pomiaru został powołany. Potwierdzało to, że metodyka kalkulacji WIBOR była zgodna z wymogami rozporządzenia BMR. Tym samym wskaźnik ten pozostaje kluczowym wskaźnikiem referencyjnym dla krajowego systemu finansowego i może być stosowany w umowach i instrumentach finansowych w rozumieniu tej regulacji do czasu jego planowanej konwersji na nowy wskaźnik referencyjny.

¹ Informacje na temat prac NGR są dostępne pod adresem: https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/prace_grupy.

² Decyzja KS NGR dostępna pod adresem: https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=79459&p_id=18.

³ Informacja o zawartej transakcji dostępna pod adresem: https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=80850&p_id=18.

⁴ Informacja o użyciu WIRON w rozumieniu rozporządzenia BMR dostępna pod adresem: https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=81133&p_id=18.

⁵ Komunikat dotyczący wydłużenia terminów zamiany wskaźnika WIBOR dostępny pod adresem: https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=85108&p_id=18.

⁶ Komunikat KNF o wynikach oceny zdolności wskaźnika WIBOR do pomiaru rynku i realiów gospodarczych dostępny pod adresem: https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=82924&p_id=18.

Uczestnicy i infrastruktura rynku

Ze względu na niewielką liczbę aktywnych uczestników i lokalny charakter rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych jego płynność w dużym stopniu zależała od transakcji kilku dużych banków. Największą aktywność na tym rynku wykazywały podmioty dysponujące silną bazą depozytową i rozwiniętą siecią detaliczną, BGK, a także banki pełniące funkcję korespondenta dla banków zagranicznych, tj. pośredniczące w realizacji ich płatności finansowych w złotych.

W 2023 r. utrzymywał się wysoki stopień koncentracji obrotów. Transakcje pięciu najbardziej aktywnych dawców płynności stanowiły około 76% wartości obrotów netto. Z kolei analogiczny udział dla pięciu banków pozyskujących płynność wyniósł 78%.

Warunki transakcji na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych były uzgadniane głównie w elektronicznym systemie konwersacyjnym Refinitiv lub telefonicznie. W mniejszym stopniu korzystano z usług brokera głosowego.

5.1.3.2. Swapy walutowe

Swap walutowy (*fx swap*) jest złożeniem dwóch przeciwstawnych transakcji wymiany walut, których rozrachunek następuje w różnych terminach. W sensie ekonomicznym jest to pożyczka udzielona w jednej walucie i zabezpieczona inną walutą. Swap walutowy jest wykorzystywany

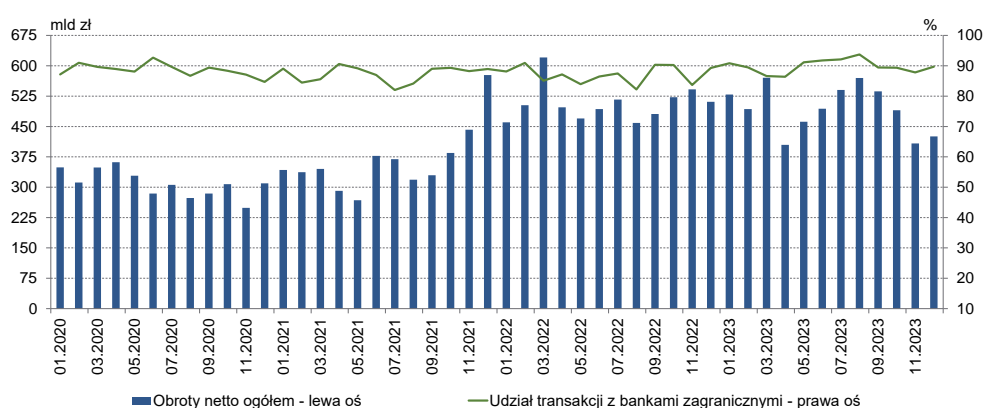
przede wszystkim do zarządzania płynnością. Sprzedaż obcej waluty w wymianie początkowej, a następnie jej obowiązkowe odkupienie w wymianie końcowej umożliwiają pozyskiwanie złotych na określony czas. Odwrotna transakcja pozwala natomiast pozyskać waluty obce na ustalony w jej warunkach okres.

Wielkość i uczestnicy rynku

Na podstawie danych NBP, BIS oraz Banku Anglii można oszacować, że wartość średnich dziennych obrotów netto na globalnym rynku *fx swap* z udziałem złotego w 2023 r. wyniosła około 27 mld USD, tj. o około 10% mniej niż rok wcześniej. Tak jak w poprzednich latach zdecydowaną większość operacji *fx swap* z udziałem złotego realizowano na rynku *offshore*, tj. w transakcjach między nierezydentami. Globalni inwestorzy instytucjonalni poszukiwali, m.in. na krajowym rynku kapitałowym, aktywów zapewniających wysoką dochodowość (*search for yield*), do finansowania których wykorzystywali złote pozyskiwane m.in. w transakcjach *fx swap*. Operacje na krajowym rynku swapów walutowych stanowiły zaledwie około 22% wartości obrotów na globalnym rynku takich transakcji z udziałem złotego.

W 2023 r. średnie dzienne obroty na krajowym rynku *fx swap* złotego wyniosły 25,4 mld zł, tj. o 4% mniej niż rok wcześniej. W porównaniu z 2022 r. o 2% (do 23,6 mld zł) spadła średnia dzienna wartość transakcji zawartych przez banki krajowe z innymi bankami, w tym zagranicznymi. W przypadku operacji realizowanych wyłącznie między bankami krajowymi, których średnia dzienna wartość wyniosła 2,4 mld zł, spadek w porównaniu z poprzednim rokiem wyniósł aż 24%. Swap walutowy nadal był jednak najbardziej płynnym instrumentem międzybankowego rynku pieniężnego w Polsce (wykres 5.1.9).

Wykres 5.1.9. Miesięczne obroty netto na międzybankowym rynku *fx swap* złotego w Polsce w latach 2020–2023



Uwagi: obroty netto – miesięczna wartość nominalnych kwot transakcji po wyeliminowaniu efektu podwójnej sprawozdawczości. Przedstawione wartości obejmują jedynie te transakcje, w których jedną z walut był złoty.
Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Większość banków krajowych stopniowo ograniczała aktywność na rynku swapów walutowych w porównaniu z poprzednim rokiem. Było to związane m.in. z relatywnym uspokojeniem

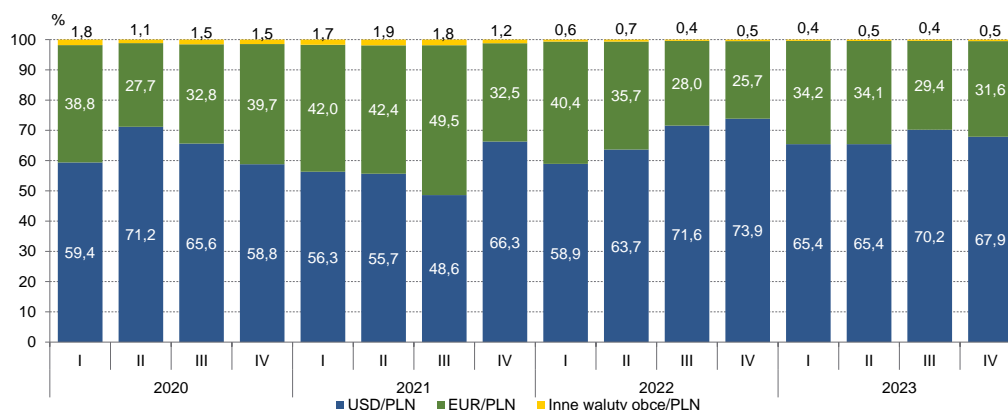
nastrojów inwestorów na rynkach finansowych w 2023 r., w tym zmniejszeniem zmienności kursu walutowego, oraz ze spadkiem oczekiwań na dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej, a także ograniczeniem dysparytetu stóp procentowych między Polską a rynkami rozwiniętymi (i tym samym zmniejszeniem atrakcyjności strategii *carry trade*). Obserwowane w analizowanym okresie utrzymywanie się średniej dziennej wartości transakcji na tym rynku na podobnym poziomie jak rok wcześniej wynikało ze zwiększonego wykorzystania wspomnianych instrumentów przez niewielką grupę podmiotów, w tym oddział banku zagranicznego, który zawierał krótkoterminowe transakcje *fx swap* w ramach grupy kapitałowej w celu zarządzania płynnością w złotych na poziomie tej grupy. Większa aktywność wspomnianych podmiotów miała w szczególności związek z częstszym rolowaniem transakcji o krótszych terminach zapadalności (w miejsce wcześniej wykorzystywanych operacji o dłuższych tenorach).

Średnia dzienna wartość transakcji *fx swap* z udziałem złotego na krajowym rynku klientowskim w 2023 r. zmniejszyła się o 24% w stosunku do 2022 r. i wyniosła 1,0 mld zł. Kontrahentami banków były głównie krajowe fundusze inwestycyjne, które wykorzystywały transakcje *fx swap* przede wszystkim w celu ograniczania ryzyka inwestycyjnego.

Struktura rynku

W strukturze walutowej realizowanych na rynku krajowym operacji *fx swap* złotego, podobnie jak w poprzednich latach, w 2023 r. przeważały operacje wymiany USD/PLN – ich udział wyniósł około 67% (wykres 5.1.10). Wynikało to z funkcjonującego na światowym rynku walutowym standardu wykorzystywania dolarów amerykańskich w międzybankowych operacjach *fx swap* oraz stosowania przez banki zagraniczne strategii zawierania transakcji *fx swap*, zgodnie z którą wymieniają one nisko oprocentowane waluty na dolary amerykańskie i dopiero w następnej kolejności nabywają za nie waluty lokalne, w tym złotego.

Wykres 5.1.10. Struktura walutowa obrotów na krajowym rynku *fx swap* w latach 2020–2023



Uwaga: ze względu na zaokrąglenia sumy udziałów poszczególnych par walutowych mogą nieznacznie różnić się od 100.

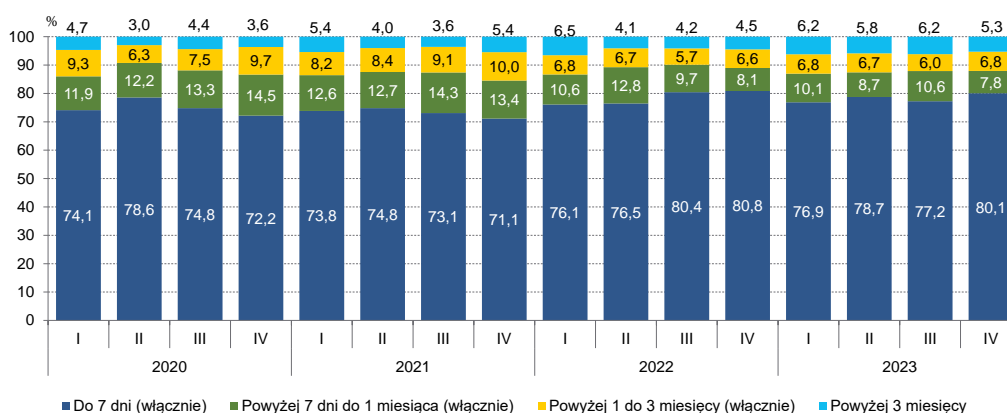
Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

W 2023 r. średnia dzienna wartość transakcji *fx swap* USD/PLN zmalała w porównaniu z poprzednim rokiem o około 4%, do 17,1 mld zł. O 5% zmniejszyła się natomiast wartość operacji *fx swap* EUR/PLN, wobec czego udziały obu par walutowych w strukturze obrotów na krajowym rynku swapów walutowych z udziałem złotego utrzymywały się na podobnym poziomie jak rok wcześniej.

Na krajowym międzybankowym rynku transakcji *fx swap* realizowano również operacje bez udziału złotego. Banki krajowe wykorzystywały wspomniane transakcje (głównie EUR/USD) przede wszystkim w wymianach krzyżowych, których celem było pozyskanie walut obcych przy możliwie niskich kosztach transakcyjnych. W określonych warunkach rynkowych złożenie odpowiednich transakcji realizowanych na rynkach najbardziej płynnych par walutowych mogło być bowiem bardziej korzystne niż nabycie danej waluty bezpośrednio za złote. W 2023 r. średnia dzienna wartość transakcji waluta obca – waluta obca wyniosła 13,1 mld zł, tj. o 24% więcej niż w 2022 r. Wynikało to przede wszystkim z istotnego zwiększenia aktywności podmiotu zawierającego transakcje na rynkach określonych walut na rzecz wszystkich podmiotów z grupy kapitałowej.

W 2023 r., podobnie jak w poprzednich latach, krajowy rynek *fx swap* złotego charakteryzował się dużym udziałem transakcji o najkrótszych terminach zapadalności. Operacje o pierwotnym terminie do tygodnia włącznie odpowiadały za około 78% wartości obrotów netto (wykres 5.1.11). Taka struktura terminowa transakcji była determinowana przez strategię zarządzania płynnością w poszczególnych walutach. Zagraniczne banki oraz fundusze inwestycyjne, wykorzystujące swapy walutowe m.in. do finansowania swoich pozycji w nominowanych w złotych papierach wartościowych, preferowały regularne odnawianie krótkoterminowych transakcji *fx swap* (głównie T/N oraz S/W). Dawało im to elastyczność w określaniu terminów zakończenia inwestycji oraz w zarządzaniu ryzykiem walutowym, wynikającym z ich zaangażowania na krajowym rynku finansowym.

Wykres 5.1.11. Struktura terminowa obrotów na rynku *fx swap* w Polsce w latach 2020–2023



Uwaga: ze względu na zaokrąglenia sumy udziałów poszczególnych par walutowych mogą nieznacznie różnić się od 100.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Swapy walutowe o terminach zapadalności powyżej siedmiu dni do jednego miesiąca odpowiadały za około 9% wartości obrotów netto. Transakcje o terminach powyżej miesiąca były zawierane znacznie rzadziej, głównie przez banki krajowe, które stosowały je do niwelowania niedopasowania struktury walutowej aktywów i pasywów. Kontrahentami w tych operacjach były przede wszystkim podmioty zagraniczne, zapewniające sobie w ten sposób niezmienny w czasie trwania transakcji koszt finansowania portfeli krajowych papierów wartościowych. Długoterminowe transakcje *fx swap* były wykorzystywane również do spekulacji na zmiany stóp procentowych lub, przy zawarciu dodatkowej odpowiedniej transakcji kasowej, kursu walutowego. Ponadto banki krajowe stosowały te instrumenty w strategiach mających na celu niwelowanie ekspozycji walutowych wynikających z transakcji *forward* zawieranych z podmiotami niebankowymi.

Infrastruktura rynku

Z wyników badania BIS wynika, że banki krajowe najczęściej ustalały warunki operacji *fx swap* bezpośrednio z kontrahentami. Często wykorzystywane były elektroniczne systemy konwersacyjne (np. Refinitiv lub Instant Bloomberg), a także zawieranie transakcji przez telefon – odpowiednio 34% i 25% wartości obrotów zrealizowanych na krajowym rynku swapów walutowych. Istotne znaczenie na tym rynku miały również operacje, których warunki były ustalane za pośrednictwem brokerów głosowych (21% obrotów). Rzadziej stosowano elektroniczne platformy transakcyjne (zarówno prowadzone przez pojedyncze banki, jak i międzybankowe systemy automatycznie kojarzące oferty kupna i sprzedaży). Standardowe kwoty transakcji *fx swap* z udziałem złotego o terminie zapadalności do siedmiu dni wynosiły 50 lub 100 mln USD, a dla swapów walutowych o dłuższych terminach zapadalności było to 25 lub 50 mln USD.

5.1.3.3. Transakcje warunkowe

Pożyczki pieniężne udzielane w transakcjach warunkowych są zabezpieczone papierami wartościowymi, co pozwala znacznie ograniczyć ekspozycję na ryzyko kredytowe kontrahenta. Transakcje te, bazujące na odpowiedniej dokumentacji prawnej, umożliwiają pozyskanie środków nawet w sytuacji zaburzeń na rynku pieniężnym. Są one stosowane również w strategiach inwestycyjnych wykorzystujących dźwignię finansową. Uczestnicy rynku mogą zwiększać ekspozycję na zmiany cen obligacji, pożyczając środki na ich zakup w zamian za ustanowienie zabezpieczenia na nabytych wcześniej papierach dłużnych (najczęściej tego samego emitenta).

Na rynku pieniężnym w Polsce funkcjonują dwa rodzaje operacji warunkowych, w których następuje czasowe przeniesienie prawa własności papierów wartościowych: *repo* oraz *SBB*. Istnienie tych dwóch rodzajów transakcji wynika przede wszystkim z odmiennych reguł ich wykorzystywania przez niebankowe instytucje finansowe oraz z historycznych uwarunkowań.

Transakcje *repo* i SBB zawierane na podstawie umowy ramowej, wzorowanej na Global Master Repurchase Agreement²⁹⁶, mają niemal identyczną naturę ekonomiczną i strona pozyskująca środki pieniężne w wymianie początkowej nadal powinna ujmować w swoich aktywach papiery wartościowe stanowiące zabezpieczenie. Te dwa rodzaje operacji różnią się tylko warunkami przekazywania pożytków od papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenie, zasadami substytucji tego zabezpieczenia oraz oznaczeniem w KDPW, które nie ma wpływu na ekonomiczny charakter transakcji. W przypadku *repo* ze względu na rodzaj zabezpieczenia rozróżnia się dwa rodzaje: *general collateral* oraz *specific*. W transakcjach *general collateral* zabezpieczenie stanowią instrumenty z określonego koszyka papierów wartościowych spełniających ustalone kryteria (np. obligacje skarbowe danego państwa), natomiast w transakcjach *specific* zabezpieczenie jest ściśle określone (np. obligacje danej serii o konkretnym kodzie ISIN). Ponadto w przypadku operacji *repo* jej strony mogą (nie muszą) określić konkretną datę ostatecznego jej rozliczenia albo ustalić, kiedy najpóźniej nastąpi zakończenie transakcji. Natomiast ze względu na sposób obliczania ceny odkupu operacje SBB muszą mieć z góry ściśle określony termin zakończenia.

Na krajowym rynku pieniężnym zawierane są także transakcje SBB, których warunki nie są regulowane standardową umową ramową. Są one określane jako nieudokumentowane (*undocumented*) i w sensie ekonomicznym oraz prawnym powinny być traktowane jako dwie odrębne transakcje: kupna i sprzedaży papierów wartościowych. Tak też powinny być one ujmowane w księgach rachunkowych kontrahentów.

Wielkość rynku i jego uczestnicy

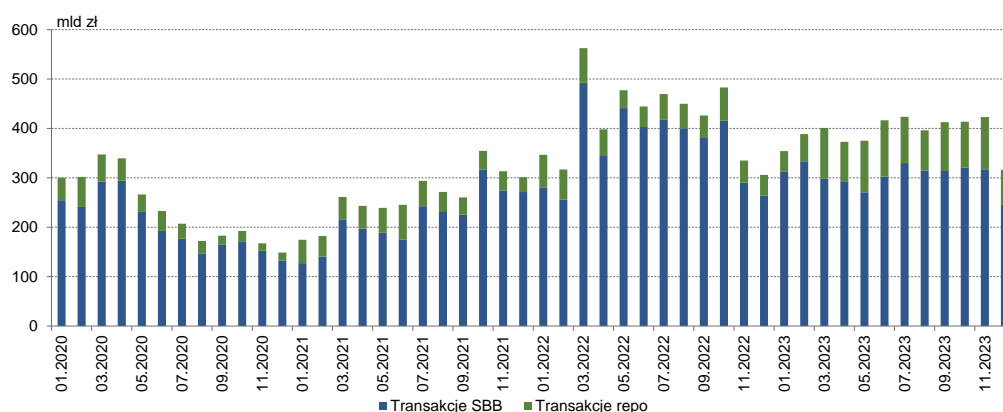
Średnia dzienna wartość transakcji warunkowych zawartych na rynku krajowym w 2023 r. wyniosła 18,8 mld zł, tj. około 1,1 mld zł mniej niż w poprzednim roku. Spadek aktywności zaobserwowano wyłącznie w przypadku dominujących na krajowym rynku transakcji SBB (14,6 mld zł w 2023 r. wobec 17,4 mld zł w 2022 r.) i miał on związek z ograniczeniem aktywności na krajowym rynku międzybankowym. W przypadku transakcji *repo*, z kolei, odnotowano istotny wzrost wartości zawartych transakcji – średnie dzienne obroty na tym rynku w 2023 r. wyniosły 4,2 mld zł wobec 2,5 mld zł w 2022 r. (wykres 5.1.12).

Aktywność na rynku operacji *repo* wzrosła zarówno w przypadku transakcji między bankami krajowymi, jak i transakcji banków z niekredytowymi instytucjami finansowymi oraz niezydentami (wykres 5.1.13). Wzrost średnich dziennych obrotów w segmencie klientowskim w 2023 r. (o 44% wobec 2022 r.) mógł wynikać m.in. ze zmiany sposobu zarządzania płynnością

²⁹⁶ Standard umowy ramowej powszechnie akceptowany na globalnym rynku transakcji warunkowych. Jego wzór – Global Master Repurchase Agreement 2011 (GMRA 2011) – jest dostępny na stronie internetowej: http://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011/GMRA-2011/GMRA%202011_2011.04.20_formular.pdf. Standard umowy ramowej wypracowany na rynku polskim przez ZBP jest dostępny na stronie internetowej: https://www.zbp.pl/getmedia/fef17f8d-a2f0-4f54-b7b3-58b3efcb9a9e/REKOMENDACJA_REPO_2016_-_final.

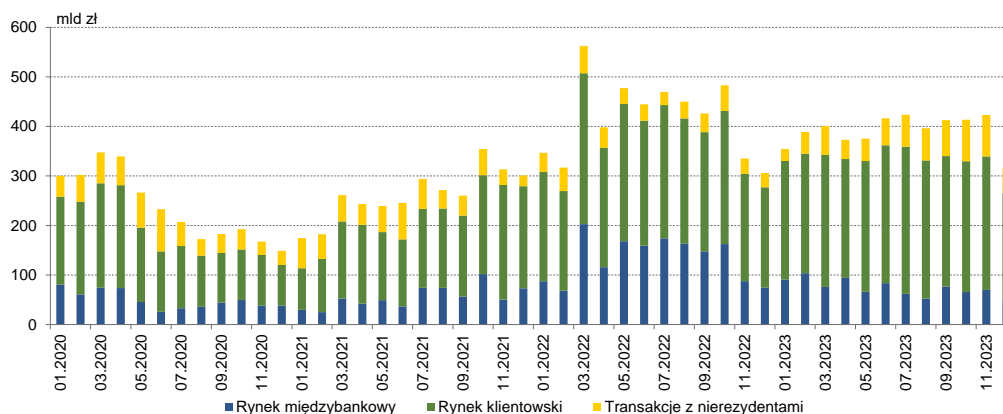
przez niektóre towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które odeszły od stosowania w tym celu transakcji SBB. W przypadku transakcji *repo* zawieranych z nierezydentami banki krajowe występowały częściej jako nabywcy papierów wartościowych w wymianie początkowej. Wartość takich transakcji istotnie wzrosła w 2023 r. (o 74% wobec roku poprzedniego).

Wykres 5.1.12. Miesięczne obroty netto na krajowych rynkach SBB i *repo* w latach 2020–2023



Źródło: opracowano na podstawie danych NBP, KDPW oraz MF.

Wykres 5.1.13. Miesięczne obroty netto na krajowym międzybankowym i klientowskim rynku transakcji warunkowych w latach 2020–2023



Źródło: opracowano na podstawie danych NBP, KDPW oraz MF.

W strukturze podmiotowej obrotów na rynku transakcji SBB nadal wyraźnie przeważały operacje, w których kontrahentami banków krajowych były niekredytowe instytucje finansowe. Średnie dzienne obroty na rynku klientowskim tych operacji warunkowych w 2023 r. wyniosły 11,0 mld zł i stanowiły 75% wszystkich transakcji SBB. Podobnie jak w poprzednich latach najbardziej aktywne w tym segmencie rynku operacji warunkowych pozostawały fundusze inwestycyjne. Podmioty te wykorzystywały wspomniane instrumenty przede wszystkim do zarządzania płynnością, tj. pożyczania środków pieniężnych od banków lub, rzadziej, lokowania w bankach przejściowych nadwyżek płynności. Pokrywanie potrzeb płynnościowych przez zawieranie transakcji SBB ze względu na ograniczone ryzyko kredytowe kontrahenta było łatwiejsze i tańsze

niż na rynku pożyczek niezabezpieczonych. Ponadto fundusze inwestycyjne używały takich transakcji w strategiach inwestycyjnych (z zastosowaniem dźwigni finansowej). Z kolei niektóre banki wykorzystywały wspomniane operacje w celu pozyskiwania papierów wartościowych od funduszy inwestycyjnych.

Aktywnym uczestnikiem rynku transakcji warunkowych był KDPW_CCP, co wiąże się z określonymi w rozporządzeniu EMIR oraz wewnętrznych regulacjach tego podmiotu wymogami w zakresie polityki inwestycyjnej.

Transakcje warunkowe zabezpieczone krajowymi obligacjami skarbowymi były zawierane także między nierezydentami, tj. na rynku *offshore* (dane o tym rynku nie są ujmowane w zestawieniach prezentowanym w niniejszym podrozdziale). Według szacunków bazujących na danych KDPW wartość takich operacji w 2023 r. istotnie wzrosła, w szczególności w przypadku transakcji *repo*. Operacje te stanowiły ponad 10% wartości całego rynku transakcji warunkowych zabezpieczonych papierami wartościowymi zdeponowanymi w KDPW.

Struktura rynku

Na krajowym rynku transakcji warunkowych zabezpieczeniem były przede wszystkim skarbowe papiery wartościowe. W 2023 r. wykorzystywano je w ponad 99% zrealizowanych operacji.

W analizowanym okresie, podobnie jak w poprzednich latach, zarówno na rynku międzybankowym, jak i klientowskim dominowały transakcje warunkowe o terminie zapadalności do siedmiu dni (tabela 5.1.4). Taka struktura terminowa wynikała z wykorzystywania transakcji warunkowych przede wszystkim do bieżącego zarządzania płynnością przez krajowe instytucje finansowe.

Tabela 5.1.4. Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku transakcji warunkowych w 2023 r. (w %)

Termin pierwotny	Transakcje ogółem			Rynek międzybankowy		
	SBB	Repo	Razem	SBB	Repo	Razem
O/N	36,6	20,7	33,0	69,5	61,8	68,0
T/N i S/N	13,4	19,3	14,7	9,2	14,7	10,2
Do 1W włącznie (bez O/N, T/N, S/N)	47,1	47,5	47,2	20,6	23,2	21,1
Od 1W do 1M włącznie	2,8	11,5	4,8	0,7	0,3	0,7
Powyżej 1M	0,1	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Ogółem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Uwaga: ze względu na zaokrąglenia suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od 100.
Źródło: NBP.

Na strukturę terminową obrotów na krajowym rynku transakcji warunkowych w 2023 r. wpływ miała także konstrukcja podatku od niektórych instytucji finansowych. Należna kwota tego podatku była bowiem określana na koniec każdego miesiąca na podstawie wartości aktywów instytucji finansowej, pomniejszonej o wartość posiadanych przez nią skarbowych papierów

wartościowych. W związku z tym banki objęte tym podatkiem były mniej skłonne do przyjmowania lokat w transakcjach warunkowych zawieranych na rynku OTC, których wymiana początkowa przypadłaby na inny miesiąc niż wymiana końcowa. Przyjęcie takiej lokaty powodowałoby bowiem wzrost ich zobowiązań podatkowych. Wspomniana konstrukcja podatku mogła również skłaniać banki do pożyczania środków pieniężnych podmiotom nieobjętym tym podatkiem w nieudokumentowanych transakcjach SBB. Operacja taka skutkowała bowiem dla banku udostępniającego finansowanie korzystną zmianą struktury aktywów (zamiana środków pieniężnych na obligacje skarbowe) i w rezultacie obniżeniem podstawy naliczania podatku od niektórych instytucji finansowych.

Otoczenie prawne oraz infrastruktura rynku

Transakcje *repo* i SBB były zawierane przede wszystkim poza obrotem zorganizowanym (rynek OTC). Kontrahenci ustalali warunki realizowanych operacji w elektronicznych systemach konwersacyjnych, telefonicznie lub korzystając z pośrednictwa brokerów głosowych. Rozwojowi tego segmentu rynku transakcji warunkowych sprzyjałoby powszechne stosowanie jednolitego standardu dokumentacji przez wszystkie podmioty krajowe.

Operacje *repo* i SBB zabezpieczone obligacjami skarbowymi były także realizowane na elektronicznej platformie Treasury BondSpot Poland (TBSP mający status ASO). Wejście w życie z początkiem 2023 r. przepisów nowelizacji ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych²⁹⁷ miało na celu zachęcenie szerszego grona uczestników rynku do zwiększania aktywności na TBSP. Wprowadzone zmiany wyłączały bowiem z podstawy naliczania tego podatku wartość aktywów wynikających z transakcji *repo*, o ile zostały one zawarte na rynku regulowanym albo w ASO i podlegają rozliczeniu przez KDPW_CCP (a stroną tych transakcji jest podmiot inny niż Skarb Państwa, NBP lub BFG). Jednak w 2023 r. średnia dzienna wartość takich operacji nie wzrosła i wyniosła, podobnie jak w poprzednim roku, 0,6 mld zł, co stanowiło około 3% obrotów netto na krajowym rynku transakcji warunkowych (około 13% obrotów na krajowym rynku *repo*). W 2023 r. prowadzono prace w celu dopuszczenia Ministra Finansów do bezpośredniego uczestnictwa na platformie TBSP, aby w 2024 r. mógł on rozpocząć działanie w segmencie *repo* na tym ASO jako tzw. inwestor publiczny.

Niewielkie zainteresowanie zawieraniem transakcji *repo* rozliczanych przez CCP, które pozwalają na zmniejszenie ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta (a tym samym wymagają mniejszego zaangażowania kapitału regulacyjnego na pokrycie tego ryzyka), odróżnia krajowy rynek pieniężny od rynku finansowego w UE, na którym około 40% transakcji *repo* jest rozliczanych centralnie²⁹⁸. Zabezpieczone skarbowymi papierami wartościowymi

²⁹⁷ Ustawa z dnia 16 listopada 2022 r. o zmianie ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 2745).

²⁹⁸ ESMA Market Report on EU Securities Financing Transactions 2024, kwiecień 2024 r., s. 5. Opracowanie dostępne pod adresem: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-04/ESMA50-5248213147_EU_Securities_Financing_Transactions_markets_2024.pdf.

krótkoterminowe transakcje *repo*, bazujące na powszechnie stosowanym międzynarodowym standardzie dokumentacji, zawierane w obrocie zorganizowanym i centralnie rozliczane, charakteryzują się bardzo niewielką premią za ryzyko. W efekcie oprocentowanie takich operacji może stanowić dobre przybliżenie koncepcji stopy wolnej od ryzyka.

W 2023 r. spółka GPW Benchmark kontynuowała publikację – w celach informacyjnych – indeksu WRR, wyznaczanego na podstawie oprocentowania transakcji warunkowych zawieranych na termin O/N, a także indeksów składanych bazujących na indeksie WRR²⁹⁹. Rozwój krajowego rynku wspomnianych operacji mógłby przyczynić się do zwiększenia transakcyjności indeksu WRR, który z czasem mógłby stać się wskaźnikiem referencyjnym powszechnie stosowanym na polskim rynku.

²⁹⁹ Indeks WRR był publikowany wyłącznie w celach edukacyjnych, a więc nie mógł być stosowany w rozumieniu rozporządzenia BMR i tym samym nie mógł stać się wskaźnikiem referencyjnym. Było to zgodnie z intencją administratora. Komunikat dostępny pod adresem: [https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci_czytaj?cmn_id=2313&title=Indeks+WRR+\(Warsaw+Repo+Rate\)](https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci_czytaj?cmn_id=2313&title=Indeks+WRR+(Warsaw+Repo+Rate)).

5.2. Rynek kapitałowy

5.2.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku kapitałowego

W 2023 r. krajowy rynek kapitałowy, którego najważniejszymi segmentami są rynek obligacji oraz Główny Rynek GPW (tabela 5.2.1), funkcjonował w warunkach niskiego tempa wzrostu gospodarczego oraz szybko spadającego wskaźnika inflacji. RPP dwukrotnie, we wrześniu i w październiku, obniżyła stopy procentowe NBP (z 6,75% do 5,75%). Złagodzenie polityki pieniężnej w Polsce oraz nasilające się w IV kwartale 2023 r. oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez wiodące banki centralne przyczyniły się do spadku rentowności krajowych obligacji. Obserwowana pod koniec roku wyraźna poprawa nastrojów na największych giełdach światowych, gdzie ceny akcji zbliżyły się do rekordowych poziomów, przyczyniła się również do znacznego wzrostu indeksów na GPW.

Tabela 5.2.1. Wielkość poszczególnych segmentów krajowego rynku kapitałowego w latach 2020–2023 (w mld zł)¹

	2020	2021	2022	2023
Instrumenty dłużne	1 097,3	1 177,6	1 223,7	1 356,5
Obligacje Skarbu Państwa	770,1	813,6	862,9	972,4
- obligacje rynkowe	728,5	756,8	778,3	862,3
- obligacje oszczędnościowe	41,5	56,9	84,6	110,1
Obligacje BGK i PFR z gwarancją Skarbu Państwa ²	174,4	215,7	223,8	240,7
Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw ³	85,5	86,5	79,8	72,9
Obligacje komunalne	28,4	30,2	31,6	38,3
Długoterminowe bankowe papiery dłużne ⁴	27,9	21,8	18,1	26,7
Listy zastawne	11,0	9,8	7,5	5,5
Instrumenty udziałowe	1 088,4	1 331,9	1 128,7	1 453,1
Główny Rynek GPW	1 068,7	1 312,7	1 114,2	1 440,3
NewConnect	19,8	19,2	14,5	12,9

¹ Wielkość poszczególnych segmentów rynku kapitałowego jest w przypadku instrumentów dłużnych mierzona ich wartością w obiegu, a w przypadku instrumentów udziałowych – kapitalizacją spółek krajowych i zagranicznych notowanych na Głównym Rynku GPW oraz platformie NewConnect.

² Do obligacji objętych z mocy ustawy gwarancją Skarbu Państwa zaliczono krajowe obligacje BGK emitowane na rzecz: Krajowego Funduszu Drogowego, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, a także obligacje PFR emitowane w ramach rządowego programu Tarcz Finansowych.

³ Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

⁴ Dane obejmują wyłącznie obligacje i bankowe papiery wartościowe nominowane w złotych i w walutach obcych, wyemitowane w Polsce przez banki krajowe. W obrocie na rynku krajowym znajdowały się także obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) oraz instytucji kredytowych.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów, NBP, KDPW, GPW.

Kapitalizacja Głównego Rynku GPW w 2023 r. zwiększyła się o 29,3% w porównaniu z poprzednim rokiem, co wynikało prawie wyłącznie ze wspomnianego wzrostu cen

instrumentów udziałowych. Wycena rynkowa podmiotów krajowych wzrosła o prawie jedną trzecią i na koniec roku wyniosła 760,2 mld zł, co odpowiadało jedynie 22,3% wartości PKB. W analizowanym okresie indeks szerokiego rynku WIG odnotował stopę zwrotu na poziomie 36,5%, do czego przyczyniły się przede wszystkim spółki z sektorów budownictwa i bankowego. Pod względem wartości IPO był to rok, który był jednym z najsłabszych w historii GPW – akcje o wartości 0,4 mld zł zaoferowało 10 spółek debiutujących na Głównym Rynku. Kapitalizacja rynku NewConnect w 2023 r. zmniejszyła się o 11,0%, do 12,9 mld zł na koniec grudnia. Pomimo większej średniej liczby transakcji na sesję, dzienna wartość obrotów akcjami na obu rynkach organizowanych przez GPW spadła w analizowanym okresie o 3,5%. Jednocześnie udział poszczególnych grup inwestorów we wspomnianym obrocie nie uległ większym zmianom – w dalszym ciągu najbardziej aktywni byli nierezydenci, przy mniejszym zaangażowaniu inwestorów indywidualnych.

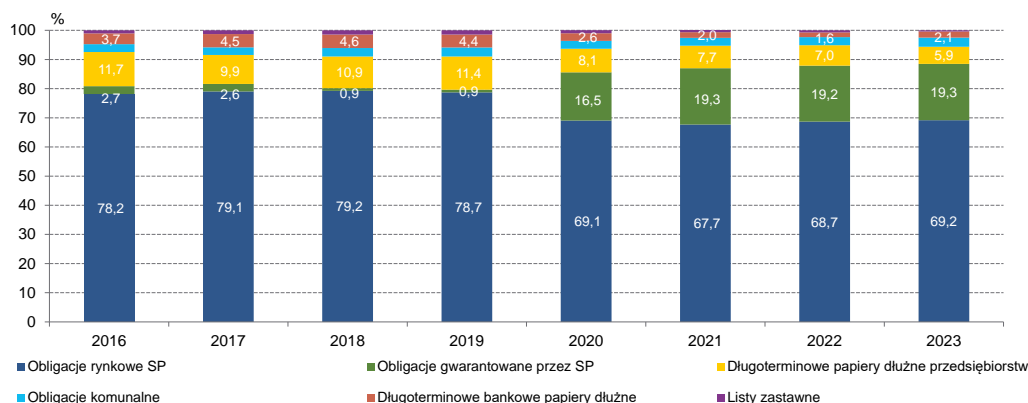
Rynek obligacji skarbowych był największym i najważniejszym segmentem krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych (wykres 5.2.1). Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu emisji tych instrumentów w 2023 r. zwiększyło się do 972,4 mld zł. Nadal obserwowano szybki wzrost wartości obligacji oszczędnościowych (do 110,1 mld zł na koniec roku). W strukturze inwestorów na krajowym rynku obligacji skarbowych dominowały banki krajowe, których zaangażowanie na koniec analizowanego okresu wzrosło do 420,6 mld zł. Zmniejszyło się natomiast znaczenie inwestorów zagranicznych, w tym przede wszystkim zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych tymi instrumentami wyniosła niespełna 7,5 mld, tj. nieco więcej niż w 2022 r. W segmencie transakcji SBB średnia dzienna wartość obrotów w 2023 r. spadła do 14,8 mld zł (z 17,5 mld zł rok wcześniej). Z kolei średnia dzienna wartość transakcji *repo*, które były zawierane przeważnie między bankami, w analizowanym okresie zwiększyła się do 6,2 mld zł (z 4,2 mld zł w 2022 r.).

BGK w 2023 r. wyemitował na krajowym rynku gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje o wartości 17,3 mld zł na rzecz Funduszy: Pomocy, Przeciwdziałania COVID-19 oraz Wsparcia Sił Zbrojnych. Łączne krajowe zadłużenie BGK i PFR z tytułu emisji papierów dłużnych z gwarancją Skarbu Państwa (w tym także obligacji BGK na rzecz KFD oraz obligacji PFR) wzrosło do 240,7 mld zł na koniec grudnia 2023 r. Posiadaczami tych instrumentów finansowych były głównie banki krajowe oraz NBP, który skupował je z rynku wtórnego jeszcze w latach 2020–2021, w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Wśród nieskarbowych papierów dłużnych z gwarancją Skarbu Państwa największą płynnością charakteryzowały się obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19.

Na koniec 2023 r. zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji na rynku krajowym spadło do 72,9 mld zł, a w obiegu znajdowały się prawie trzy tysiące serii DPDP wyemitowanych przez 730 podmiotów. W analizowanym okresie 163 przedsiębiorstwa krajowe wyemitowały 324 serie obligacji o wartości 19,1 mld zł. W efekcie wartość pozyskanych środków była istotnie wyższa niż w 2022 r., do czego przyczyniły się pojedyncze duże emisje. Krajowy rynek tych instrumentów

wciąż charakteryzował się silną segmentacją i dużym udziałem obligacji nierynkowych, które nie były notowane na rynkach zorganizowanych ani nie były przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Z tego powodu płynność rynku wtórnego DPDP pozostała niewielka. Do około 75% wzrósł udział obligacji przedsiębiorstw zdematerializowanych w KDPW, co przyczyniło się do zwiększenia przejrzystości tego rynku. Głównymi nabywcami tych instrumentów finansowych były fundusze inwestycyjne i banki.

Wykres 5.2.1. Struktura rynku długoterminowych papierów dłużnych w latach 2016–2023 (według stanów zadłużenia na koniec okresów)



Uwagi: obligacje skarbowe nie obejmują obligacji oszczędnościowych; długoterminowe bankowe papiery dłużne obejmują wyłącznie obligacje i bankowe papiery wartościowe w złotych i w walutach obcych, wyemitowane na rynek krajowy przez banki krajowe.

Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW, Ministerstwa Finansów, NBP.

W 2023 r. rynek obligacji komunalnych rozwijał się dynamicznie, choć wciąż pozostawał relatywnie niewielki. Wartość nowych emisji papierów dłużnych JST osiągnęła w analizowanym okresie rekordowe 9,2 mld zł (dwukrotnie więcej niż w 2022 r.) a zadłużenie z tytułu tych instrumentów na koniec grudnia 2023 r. wyniosło 38,3 mld zł. Ten segment rynku pozostawał silnie rozdrobniony – w obiegu na koniec analizowanego okresu było prawie 17 tys. serii obligacji komunalnych, wyemitowanych przez 1 062 podmioty. Największymi emitentami obligacji komunalnych były Kraków (2,9 mld zł) oraz Łódź (2,6 mld zł). Większość obligacji komunalnych miała nierynkowy charakter, gdyż banki będące agentami emisji traktowały je jako alternatywę wobec udzielania JST kredytów. Z tego powodu wspomniana grupa podmiotów posiadała na koniec 2023 r. około 85% wartości tych instrumentów. Rynek wtórny obligacji komunalnych charakteryzował się znikomą płynnością.

Zadłużenie z tytułu emisji długoterminowych bankowych papierów dłużnych wzrosło w 2023 r., ale udział tej formy finansowania w pasywach banków wciąż pozostawał niewielki. Rynek wtórny obligacji bankowych i listów zastawnych charakteryzował się znikomą płynnością.

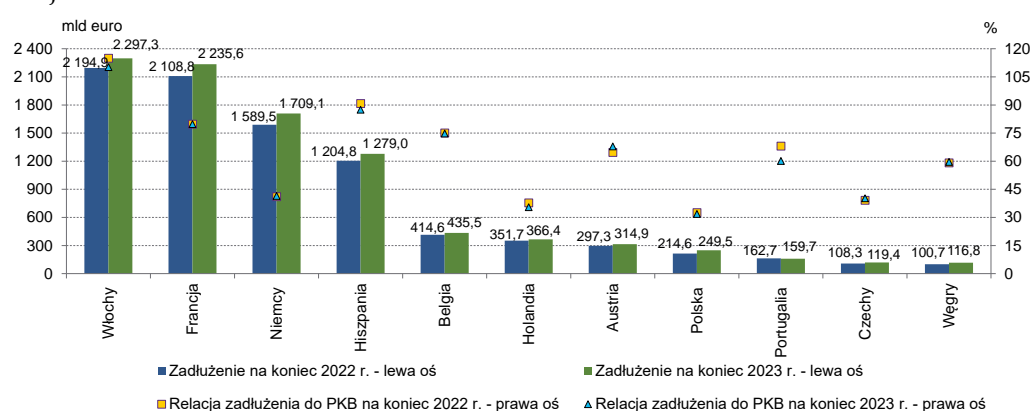
5.2.2. Rynek długoterminowych papierów dłużnych

5.2.2.1. Obligacje skarbowe

Wielkość rynku

Rynek obligacji skarbowych w Polsce jest największym rynkiem takich instrumentów w Europie Środkowo-Wschodniej oraz ósmym w UE (wykres 5.2.2).

Wykres 5.2.2. Wartość zadłużenia z tytułu obligacji skarbowych w wybranych krajach UE oraz jego relacja do PKB na koniec 2022 i 2023 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych Statistical Data Warehouse EBC, Eurostat.

Tabela 5.2.2. Zadłużenie Skarbu Państwa w latach 2020–2023 (w mld zł, według stanów na koniec okresów)

	2020	2021	2022	2023
Zadłużenie Skarbu Państwa	1 097,5	1 138,0	1 238,5	1 346,2
I. Zadłużenie krajowe	831,4	872,7	949,8	1 042,4
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	781,0	813,6	862,9	972,4
1.1. Bony skarbowe	10,9	0,0	0,0	0,0
1.2. Obligacje skarbowe	770,1	813,6	862,9	972,4
1.2.1. Obligacje rynkowe	728,5	756,8	778,3	862,3
1.2.2. Obligacje oszczędnościowe	41,5	56,9	84,6	110,1
2. Pozostałe zadłużenie krajowe	50,4	59,1	86,9	70,0
II. Zadłużenie zagraniczne	266,0	265,4	288,7	303,8
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	198,3	170,1	175,1	179,9
2. Kredyty zagraniczne	67,7	95,2	113,6	121,8

Źródło: Ministerstwo Finansów.

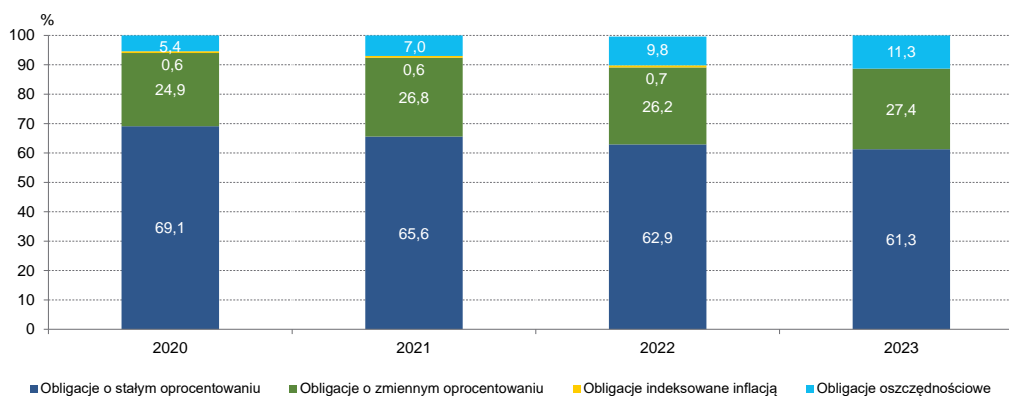
W warunkach niskiego tempa wzrostu gospodarczego i rosnących wydatków publicznych, a także spadającym wskaźniku inflacji deficyt budżetowy w 2023 r. wzrósł do 85,6 mld zł (z 12,4 mld zł

rok wcześniej)³⁰⁰. Potrzeby pożyczkowe budżetu zaspokajano głównie przez emisję obligacji skarbowych na rynek krajowy, w tym przez sprzedaż obligacji oszczędnościowych. Wartość krajowych skarbowych papierów dłużnych wzrosła w 2023 r. o 109,5 mld zł (tj. 12,7%) do 972,4 mld zł na koniec grudnia (tabela 5.2.2).

Struktura rynku

Podstawowymi instrumentami finansowania potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa były obligacje rynkowe o stałym oprocentowaniu (wykres 5.2.3). W ostatnich latach ich udział w strukturze krajowych obligacji skarbowych powoli, ale systematycznie malał i na koniec 2023 r. spadł do 61,3%. Ta tendencja związana była przede wszystkim z szybko rosnącym zadłużeniem z tytułu obligacji oszczędnościowych. W strukturze terminowej przeważały obligacje 10-letnie oraz 5-letnie (tabela 5.2.3). Zgodnie ze strategią zarządzania długiem publicznym Ministerstwo Finansów dążyło do tego, aby wartość pojedynczej serii obligacji wynosiła co najmniej 25 mld zł celem zwiększenia płynności rynku wtórnego tych instrumentów. Na koniec 2023 r. tylko trzy spośród 19 będących w obrocie serii obligacji o stałym oprocentowaniu (tj. OK, PS, DS i WS) nie spełniały wspomnianego warunku i łącznie stanowiły one jedynie 4% wartości tych papierów dłużnych.

Wykres 5.2.3. Struktura krajowych obligacji skarbowych w latach 2020–2023 (według stanów na koniec okresów)



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Udział instrumentów rynkowych o zmiennym oprocentowaniu w strukturze zadłużenia z tytułu krajowych obligacji skarbowych na koniec analizowanego okresu wyniósł 27,4% i był istotnie większy niż w strefie euro (8,5%)³⁰¹. W obrocie na rynku krajowym znajdowało się dwanaście serii (5- oraz 11-letnich) obligacji o zmiennym oprocentowaniu (WZ) o wartości 263,7 mld zł. Sześć

³⁰⁰ Deficyt sektora finansów publicznych, pokrywany m.in. przez emisję obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa, był wyraźnie wyższy niż deficyt budżetowy i zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów w 2023 r. wyniósł 173,8 mld zł, wobec 112,8 mld zł w poprzednim roku.

³⁰¹ Dane dostępne na stronie internetowej EBC: <https://data.ecb.europa.eu/data/data-categories>.

z nich, których łączna wartość stanowiła około 75% zadłużenia z tytułu obligacji WZ, przekraczało wspomniany próg wartości dla serii obligacji benchmarkowych (tj. 25 mld zł). Wszystkie obligacje o zmiennym oprocentowaniu miały sześciomiesięczne okresy odsetkowe i kupony naliczane według wskaźnika WIBOR 6M. Na koniec analizowanego okresu w obiegu znajdowała się również jedna seria obligacji o zmiennym oprocentowaniu wyemitowana dla BGK (w ramach *private placement*) o wartości 3,0 mld zł. Ostatnia aktywna seria obligacji hurtowych indeksowanych inflacją zapadła w sierpniu 2023 r.

Tabela 5.2.3. Struktura zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu obligacji rynkowych o stałym oprocentowaniu w latach 2021–2023 (według stanów na koniec okresów)

Rodzaj obligacji według pierwotnego terminu do wykupu	Wartość obligacji (w mld zł)			Struktura obligacji (w %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Obligacje 2-letnie zerokuponowe (OK)	52,8	37,8	37,7	9,9	7,0	6,3
Obligacje 5-letnie (PS)	186,3	192,5	204,1	34,9	35,5	34,3
Obligacje 10-letnie (DS)	226,8	261,4	273,5	42,5	48,1	45,9
Obligacje wieloletnie (WS)	68,0	51,3	80,4	12,7	9,4	13,5
Ogółem	533,9	543,0	595,6	100,0	100,0	100,0

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Kolejny rok z rzędu nieznacznie zmniejszył się średni okres zapadalności rynkowych obligacji skarbowych i na koniec 2023 r. wyniósł 4,08 roku. Natomiast średnie *duration* wspomnianych instrumentów wzrosło do 2,65 roku (z 2,51 roku na koniec 2022 r.). Obligacje o rezydualnym terminie zapadalności od 3 do 10 lat stanowiły 57,5% wartości tych instrumentów. Natomiast udział papierów dłużnych o zapadalności poniżej 3 lat nieznacznie spadł (do 41,6%).

Zadłużenie z tytułu obligacji oszczędnościowych³⁰² podwoiło się w ciągu dwóch lat i na koniec 2023 r. wyniosło 110,1 mld zł. W ujęciu wartościowym instrumenty te stanowiły 11,3% rynku krajowych obligacji skarbowych. Na koniec analizowanego okresu 4-letnie oraz 10-letnie (tzw. emerytalne) obligacje indeksowane inflacją odpowiadały łącznie za 75,5% wartości zadłużenia w tym segmencie rynku (tabela 5.2.4). W przypadku obligacji oszczędnościowych o wartości 70,6 mld zł (tj. 64,1% wartości tego rodzaju papierów) rezydualny termin zapadalności był krótszy niż 3 lata.

³⁰² Oferta tych instrumentów finansowych jest skierowana wyłącznie do osób fizycznych (rezydentów i nierezydentów), stowarzyszeń, organizacji społecznych i zawodowych oraz fundacji wpisanych do rejestru sądowego. Obligacje oszczędnościowe są sprzedawane w każdym miesiącu po cenie nominalnej równej 100 zł albo z dyskontem w ramach operacji zamiany. Należność z tytułu odsetek wypłacana jest okresowo albo jednorazowo w dniu wykupu obligacji. Dodatkowo, inwestujący w obligacje oszczędnościowe mogą je sprzedać przed terminem zapadalności ponosząc relatywnie niewielką opłatę określoną w listach emisyjnych poszczególnych serii obligacji.

Tabela 5.2.4. Zadłużenie z tytułu obligacji oszczędnościowych w latach 2021–2023 (według stanów na koniec okresów)

Rodzaj obligacji według pierwotnego terminu do wykupu	Wartość obligacji (w mld zł)			Struktura obligacji (w %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Obligacje krótkookresowe o stałym oprocentowaniu	5,6	0,2	0,2	9,9	0,3	0,2
Obligacje roczne o zmiennym oprocentowaniu	-	12,0	10,5	-	14,7	9,6
Obligacje 2-letnie o stałym oprocentowaniu	6,8	2,2	0,4	12,0	2,7	0,3
Obligacje 2 letnie o zmiennym oprocentowaniu	-	3,0	4,2	-	3,5	3,8
Obligacje 3-letnie o stałym oprocentowaniu	-	0,5	9,3	-	0,6	8,4
Obligacje 3-letnie o zmiennym oprocentowaniu	0,5	0,9	0,7	0,8	1,1	0,6
Obligacje 4-letnie indeksowane inflacją	33,8	50,9	64,5	59,5	62,4	58,6
Obligacje 10-letnie emerytalne indeksowane inflacją	9,5	13,5	18,7	16,8	16,5	17,0
Obligacje rodzinne indeksowane inflacją	0,6	1,1	1,7	1,1	1,3	1,5
Ogółem	56,9	84,6	110,1	100,0	100,0	100,0

Uwagi: obligacje 2-letnie o stałym oprocentowaniu oraz 3-letnie o zmiennym oprocentowaniu zostały wycofane ze sprzedaży w 2022 r. Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii ogółem ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Rynek pierwotny

W 2023 r. Ministerstwo Finansów wyemitowało obligacje o wartości 218,6 mld zł (wobec 161,3 mld zł rok wcześniej), z czego 169,9 mld zł stanowiły instrumenty rynkowe, a 48,7 mld zł obligacje oszczędnościowe. Skala emisji tych papierów dłużnych była związana z wielkością potrzeb pożyczkowych brutto budżetu, które w 2023 r. wyniosły 275,0 mld zł³⁰³. Rynkowe skarbowe papiery wartościowe były oferowane przez Ministerstwo Finansów na rynku hurtowym na przetargach sprzedaży i zamiany.

W przetargach obligacji mogli brać udział tylko Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), czyli banki krajowe i instytucje kredytowe, z którymi Ministerstwo Finansów zawarło umowy na pełnienie tej funkcji, przede wszystkim ze względu na ich dużą aktywność na krajowym rynku obligacji skarbowych³⁰⁴. Na koniec 2023 r. jedenaście podmiotów pełniło funkcję DSPW. Wśród nich było siedem banków krajowych, trzy zagraniczne instytucje kredytowe oraz

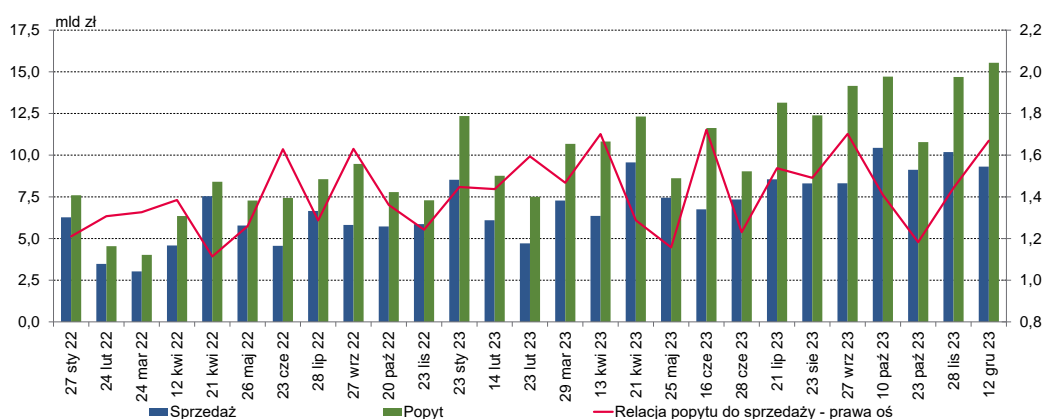
³⁰³ Finansowanie zagraniczne potrzeb pożyczkowych brutto w 2023 r. wyniosło 66,2 mld zł, co stanowiło 25,7% wspomnianych potrzeb.

³⁰⁴ DSPW mają zapewniony dostęp do przetargów i sprzedaży dodatkowej tych instrumentów, a także prawo do zawierania na preferencyjnych warunkach przeprowadzanych z inicjatywy Ministerstwa Finansów bilateralnych transakcji warunkowych oraz kupowania skarbowych papierów wartościowych oferowanych w emisjach prywatnych bądź zagranicznych. Do obowiązków tych podmiotów należy m.in.: uczestnictwo w przetargach sprzedaży i przetargach zamiany obligacji skarbowych, nabywanie tych instrumentów w skali zapewniającej określony przez Ministerstwo Finansów minimalny udział w łącznej wartości nominalnej emitowanych papierów skarbowych oraz odpowiednia aktywność na rynku transakcji bezwarunkowych i uczestnictwo w fixingu cen obligacji na platformie TBSP.

oddział instytucji kredytowej. Prawo do uczestnictwa w przetargach obligacji skarbowych przysługiwało również BGK, nieposiadającemu statusu DSPW.

W 2023 r. Ministerstwo Finansów na jedenastu przetargach sprzedaży uplasowało obligacje skarbowe o wartości prawie 128,5 mld zł, w tym za 8,7 mld zł w ramach sprzedaży dodatkowej³⁰⁵. Najwięcej obligacji skarbowych wprowadzono w ten sposób na rynek w październiku (wykres 5.2.4). W analizowanym okresie Ministerstwo Finansów oferowało na przetargach zazwyczaj 2-, 5-10- oraz wieloletnie obligacje o stałym oprocentowaniu, a także różne serie obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Przetargi sprzedaży obligacji odbywały się w ramach formuły jednej ceny, będącej standardem na większości rozwiniętych rynków skarbowych papierów dłużnych.

Wykres 5.2.4. Popyt na krajowe obligacje skarbowe i ich sprzedaż na przetargach sprzedaży w latach 2022–2023



Źródło: Ministerstwo Finansów.

W 2023 r. średnia wartość ofert kupna złożonych na przetargach obligacji skarbowych w relacji do wartości ofert przyjętych nieznacznie wzrosła, do 1,47 (wobec 1,34 w 2022 r.). Nadwyżka popytu nad podażą na tego rodzaju przetargach ma charakter strukturalny i wynika z realizowania przez DSPW zleceń klientów oraz własnych.

W analizowanym okresie na siedmiu przetargach zamiany sprzedano obligacje skarbowe o wartości ponad 41,4 mld zł. W zamian odkupiono obligacje, których rezydualne terminy zapadalności nie przekraczały kilku miesięcy. Przetargi zamiany umożliwiają rolowanie zaciągniętego wcześniej zadłużenia bez konieczności angażowania środków pieniężnych oraz pozwalają uelastyczyć harmonogram wykupów obligacji.

W 2023 r. sprzedano obligacje oszczędnościowe o wartości 48,7 mld zł (wobec 57,1 mld zł w 2022 r.), w tym instrumenty o wartości 9,7 mld zł w ramach operacji zamiany. Osoby fizyczne

³⁰⁵ W ramach sprzedaży dodatkowej DSPW, którzy nabyli obligacje na przetargu sprzedaży, mają możliwość nabycia dodatkowych papierów dłużnych (z dowolnej serii obligacji oferowanej na przetargu sprzedaży po minimalnej cenie przetargowej).

w 2023 r. wciąż najchętniej kupowały papiery dłużne indeksowane inflacją, zapewniające (począwszy od drugiego roku od daty zakupu) ochronę przed wzrostem poziomu cen: obligacje 4-letnie odpowiadały za 42,3% wartości sprzedaży, a 10-letnie (emerytalne) za 16,5%. Popyt na obligacje indeksowane inflacją zmniejszył się jednak w II połowie 2023 r., do czego przyczynił się spadek bieżącej i oczekiwanej stopy inflacji. Pod koniec roku wzrosło zainteresowanie wspomnianej grupy inwestorów obligacjami 3-letnimi o stałym oprocentowaniu – w grudniu w 2023 r. były to najchętniej kupowane obligacje (31,6% udziału w tym segmencie rynku). W całym analizowanym okresie dużą popularnością cieszyły się również obligacje roczne o oprocentowaniu równym stopie referencyjnej NBP (22,3% udziału w sprzedaży).

W sprzedaży obligacji oszczędnościowych pośredniczyły PKO BP SA oraz Pekao SA. Banki te pełniły funkcję agentów emisji, prowadziły rejestr nabywców tych papierów dłużnych oraz realizowały zlecenia ich wykupu. W 2023 r. po raz pierwszy w historii najpopularniejszym kanałem sprzedaży wspomnianych obligacji był Internet (56,1% udziału w wartości sprzedaży wobec 42,3% w 2022 r.). Na inwestycje w te instrumenty decydowały się nieco częściej niż w poprzednich latach osoby młodsze – udział nabywców powyżej 50. roku życia w zakupach tych instrumentów spadł do 67,3% (tj. około 3 pkt procentowe w porównaniu z 2022 r.).

Ponadto Ministerstwo Finansów w 2023 r. nieodpłatnie przekazało uczelniom publicznym, spółkom, funduszom oraz instytucjom³⁰⁶, a także jednostkom publicznej radiofonii i telewizji różne serie obligacji, w tym zmiennokuponowych³⁰⁷, o wartości 21,2 mld zł. Następnie zostały one zasymilowane z już istniejącymi seriami obligacji. Ogółem w latach 2019–2023 w ten sposób przekazano nieodpłatnie uprawionym podmiotom skarbowe papiery wartościowe o wartości około 93,5 mld zł. Dotowanie takie odbywa się poza wydatkami i rozchodami budżetu państwa i nie przyczynia się do wzrostu potrzeb pożyczkowych ani deficytu budżetowego, niemniej zwiększa zadłużenie Skarbu Państwa.

Rynek wtórny

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku obligacji skarbowych w 2023 r. wyniosły 28,5 mld zł, podobnie jak 2022 r.³⁰⁸ Wartość transakcji bezwarunkowych nieznacznie wzrosła do prawie 7,5 mld zł (wykres 5.2.5). Wskaźnik płynności rynku, liczony jako iloraz średniej miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych do średniego stanu zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu obligacji rynkowych wyniósł 0,19 i był zbliżony do odnotowanego w latach 2021–2022 (wykres 5.2.6). Mogło to mieć związek ze stabilizacją struktury nabywców skarbowych papierów wartościowych. Zdecydowana większość portfeli obligacji skarbowych w posiadaniu banków

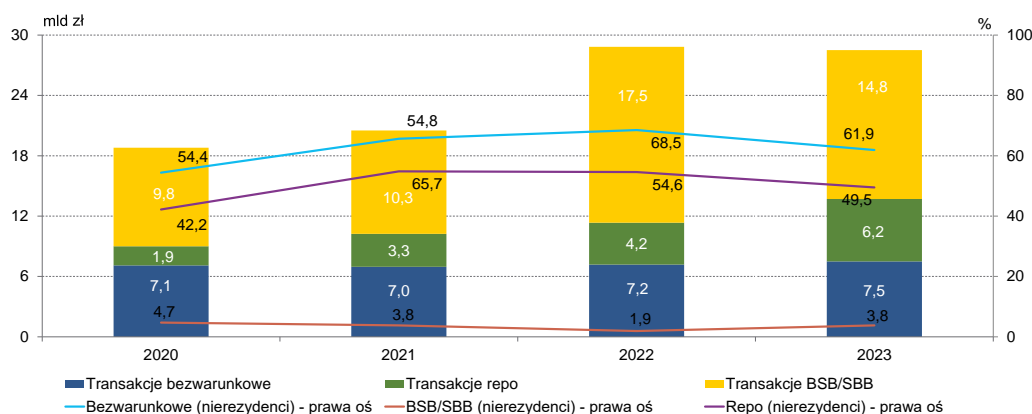
³⁰⁶ Należały do nich m.in.: BGK, CPK SA, Fundusz Kolejowy, GAZ System, Polskie Linie Kolejowe SA, Rządowa Agencja Rezerw Strategicznych.

³⁰⁷ Przed 2022 r. Ministerstwo Finansów przekazywało nieodpłatnie obligacje zerokuponowe.

³⁰⁸ Prezentowane w tym rozdziale obroty netto na rynku obligacji skarbowych stanowią sumę wartości transakcji bezwarunkowych oraz transakcji warunkowych liczonych według wartości wymiany początkowej. Liczba dni roboczych wyniosła 252 w 2022 r. oraz 250 w 2023 r.

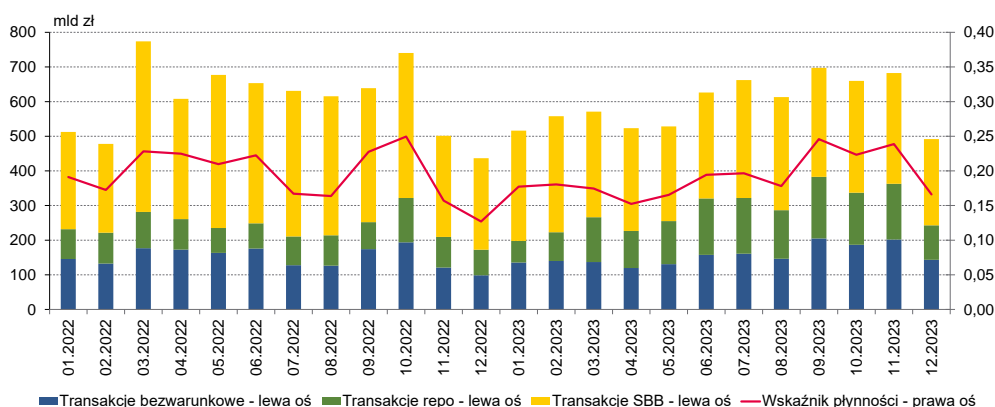
krajowych była kwalifikowana jako instrumenty utrzymywane od terminu wymagalności, dzięki czemu były one wyceniane według wartości nominalnej.

Wykres 5.2.5. Średnia dzienna wartość transakcji na rynku krajowych obligacji skarbowych i udział inwestorów zagranicznych w obrotach brutto na tym rynku w latach 2020–2023



Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW.

Wykres 5.2.6. Miesięczna wartość transakcji krajowymi obligacjami skarbowymi oraz wskaźnik płynności w latach 2022–2023



Uwagi: wartość transakcji *repo* i SBB liczona według wartości wymiany początkowej. Wskaźnik płynności obliczony jako iloraz miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych oraz zadłużenia Skarbu Państwa na koniec miesiąca z tytułu obligacji rynkowych.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

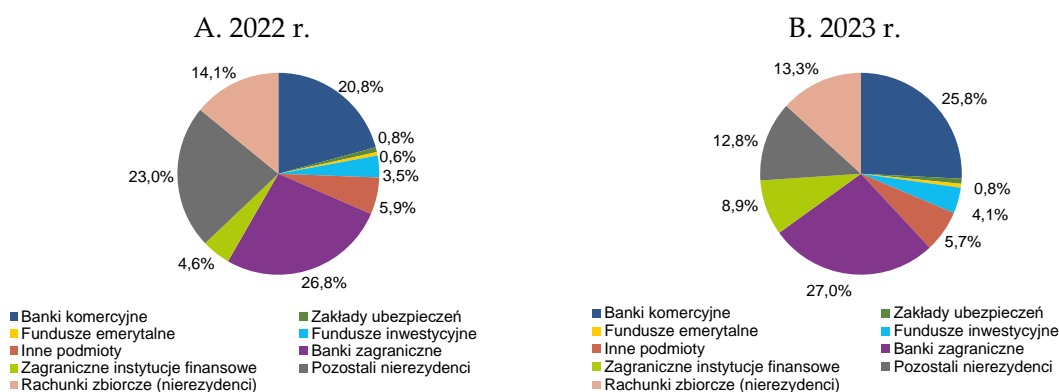
W ciągu roku obserwowano nieco wyższą od przeciętnej aktywność na rynku wtórnym w okresie od września do listopada, do czego mogły się przyczynić podwyższone fluktuacje cen obligacji skarbowych. Mogło to wynikać m.in. z istotnych wzrostów rentowności obligacji skarbowych innych krajów w tym okresie, jak również z podwyższonej niepewności uczestników rynku krajowego związanej z wyborami parlamentarnymi w Polsce.

W 2023 r. największą płynnością charakteryzowały się serie obligacji o dużych wartościach WZ1127 oraz PS0527 (tzw. serie *on-the-run*, czyli aktualnie plasowane na przetargach sprzedaży

oraz przetargach zamiany), na które przypadają, odpowiednio, 17% oraz 10% wartości wszystkich transakcji bezwarunkowych. Na koniec 2023 r. prawie 27% udziału w strukturze nabywców obligacji WZ1127 miały fundusze inwestycyjne, które zazwyczaj nabywały te instrumenty na rynku wtórnym od DSPW.

W 2023 r. największe udziały w strukturze podmiotowej transakcji bezwarunkowych miały banki zagraniczne oraz banki krajowe (wykres 5.2.7), których aktywność zwykle w dużym stopniu decyduje o płynności tego segmentu rynku. Wśród tych podmiotów jest wielu DSPW, którzy realizują zlecenia klientowskie. Inwestorzy zagraniczni odpowiadali za około dwóch trzecich wartości transakcji *outright*, w tym banki zagraniczne za 27%. Niewielką aktywność, podobnie jak w poprzednich latach, przejawiały krajowe niekredytowe instytucje finansowe (ich udział w obrotach brutto wyniósł około 5%).

Wykres 5.2.7. Struktura podmiotowa obrotów brutto na krajowym rynku transakcji bezwarunkowych krajowymi obligacjami skarbowymi w 2022 i 2023 r.



Uwagi: dane dotyczą jedynie transakcji bezwarunkowych. Każda transakcja jest ujmowana podwójnie w obliczeniach jako wartość obligacji zarówno nabytych, jak i zbytych przez poszczególne kategorie kontrahentów. Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW.

W przypadku transakcji SBB średnia dzienna wartość obrotów netto w 2023 r. spadła do 14,8 mld zł (z 17,5 mld zł w 2022 r.). Ten segment rynku był silnie skoncentrowany: pięć banków krajowych było kontrahentami dla około 80% zawartych transakcji (w ujęciu wartościowym). Większość transakcji SBB wspomniane banki zawierały z niekredytowymi instytucjami finansowymi, głównie funduszami inwestycyjnymi. W przypadku ponad 55% transakcji SBB (w ujęciu wartościowym) zawartych w 2023 r. zabezpieczeniem były obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu. Najwięcej tego rodzaju operacji przeprowadzono z wykorzystaniem obligacji serii WZ1127 oraz WZ1128 (odpowiednio, 25,4% i 12,2% wartości obrotów).

Średnia dzienna wartość transakcji *repo*, które są przeważnie zawierane przez banki krajowe oraz zagraniczne, zwiększyła się do 6,2 mld zł (z 4,2 mld zł rok wcześniej). W tym segmencie rynku sześć banków krajowych było kontrahentami w ponad 80% zawartych transakcji. W przypadku operacji *repo* najczęściej wykorzystywano obligacje serii PS0728 oraz DS0432 (odpowiednio

11,2% i 8,9% wartości obrotów). Systematyczny wzrost wartości transakcji *repo* jest obserwowany od kilku lat, co wskazuje na korzystny kierunek ewolucji krajowego rynku transakcji warunkowych, przybliżający jego strukturę do struktury rynków rozwiniętych.

Rynkowe obligacje skarbowe były przedmiotem obrotu na: rynku OTC, elektronicznej platformie transakcyjnej TBSP (mającej status ASO) oraz na dwóch rynkach funkcjonujących w ramach platformy Catalyst – regulowanym rynku giełdowym dla inwestorów detalicznych organizowanym przez GPW i hurtowym rynku regulowanym organizowanym przez BondSpot. Zawierane na TBSP oraz na platformie Catalyst transakcje bezwarunkowe obligacjami skarbowymi, jak również transakcje *repo* zabezpieczone tymi papierami, były rozliczane w KDPW_CCP. Rozrachunek wszystkich transakcji tymi instrumentami odbywał się w KDPW.

Obroty obligacjami skarbowymi w Polsce, podobnie jak w większości państw UE, koncentrowały się na rynku OTC, który w 2023 r. odpowiadał za niespełna 96% wartości obrotów ogółem tymi instrumentami finansowymi (tabela 5.2.5). Duża popularność rynku OTC wynikała z elastyczności w ustalaniu warunków transakcji oraz jego ograniczonej transparentności, a także większej niż na rynku regulowanym liczby aktywnych uczestników, w tym dużych zagranicznych instytucji finansowych.

Tabela 5.2.5. Udział poszczególnych rynków w obrotach krajowymi rynkowymi obligacjami skarbowymi w 2022 i 2023 r. (w %)

	OTC	TBSP (ASO)	Platforma Catalyst	
			Rynek regulowany GPW	Rynek regulowany BondSpot
Obroty ogółem w 2022 r.	96,78	3,15	0,07	0,00
- transakcje bezwarunkowe	95,08	4,64	0,28	0,00
- transakcje warunkowe	97,09	2,91	-	-
Obroty ogółem w 2023 r.	95,92	4,03	0,05	0,00
- transakcje bezwarunkowe	92,39	7,44	0,17	0,00
- transakcje warunkowe	97,17	2,83	-	-

Źródło: obliczono na podstawie danych KDPW, TBSP i Catalyst.

Elektroniczna platforma obrotu TBSP stanowi integralną część systemu DSPW. Celem jej działalności jest poprawa płynności i zwiększenie przejrzystości obrotu na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych. DSPW są zobowiązani do kwotowania na tej platformie cen kupna i sprzedaży oraz do uczestnictwa w fixingach cen notowanych na niej papierów skarbowych. Kursy fixingowe, które są ustalane dwa razy dziennie, stanowią punkt odniesienia dla wielu instytucji finansowych aktywnych na rynku tych instrumentów. Wspomniana platforma

publikuje również kursy referencyjne TBSP.Price oraz TBSP.fixPrice, które są wykorzystywane przez spółkę GPW Benchmark do wyznaczania indeksu dochodowego TBSP Index³⁰⁹.

Przedmiotem transakcji na platformie TBSP są papiery dłużne o wartości nominalnej 5 mln zł lub jej wielokrotności. Zgodnie z regulaminem rynku TBSP³¹⁰ jego uczestnikami oprócz DSPW mogą być inne banki krajowe i zagraniczne, BFG, niekredytowe instytucje finansowe oraz NBP (który nie jest jednak uczestnikiem tego rynku). Na koniec 2023 r. na tym rynku działały 24 podmioty (banki krajowe i zagraniczne, a także BFG), w tym 19 o statusie market makera.

Średnia dzienna wartość transakcji na rynku TBSP w 2023 r. wzrosła do 1,1 mld zł (z około 0,9 mld zł rok wcześniej). W efekcie jego udział w obrotach krajowymi obligacjami skarbowymi wzrósł do ponad 4,0% w 2023 r., w tym w zakresie operacji bezwarunkowych do 7,4%. Udział TBSP w segmencie transakcji warunkowych ogółem kształtował się poniżej 3%, przy czym transakcje *repo* zawarte na tej platformie i rozliczane w KDPW_CCP stanowiły prawie 10% ogółu tego rodzaju transakcji warunkowych.

Platforma obrotu instrumentami dłużnymi Catalyst pozostawała najmniejszym segmentem rynku wtórnego rynkowych obligacji skarbowych Polski. Transakcje obligacjami skarbowymi na tej platformie były zawierane wyłącznie w segmencie detalicznym rynku regulowanego. Średnie dzienne obroty netto na tej platformie w 2023 r. spadły w porównaniu z poprzednim rokiem o około połowę, do 13 mln zł, co stanowiło około 0,2% wartości wszystkich operacji bezwarunkowych tymi instrumentami.

Inwestorzy

W strukturze inwestorów na rynku krajowych obligacji skarbowych dominowały banki krajowe, które w 2023 r. istotnie zwiększyły zaangażowanie na tym rynku. Udział nierezydentów w strukturze nabywców tych papierów dłużnych na koniec 2023 r. spadł do 13,6%. Wzrosło natomiast po raz kolejny znaczenie osób fizycznych na tym rynku (11,5% w strukturze nabywców na koniec 2023 r.), co było związane z utrzymującym się dużym popytem na obligacje oszczędnościowe (wykres 5.2.8).

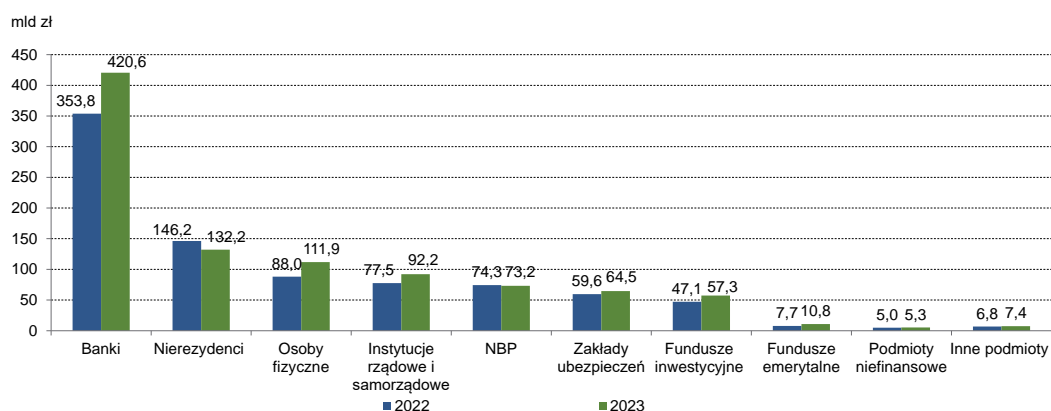
Słabsza koniunktura w większości gospodarek rozwiniętych przez dużą część analizowanego okresu oraz przedłużająca się niepewność dotycząca perspektyw prowadzenia polityki pieniężnej przyczyniały się do utrzymywania się rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych i wielu państw UE na podwyższonych poziomach. Ze względu na najwyższe od wielu lat

³⁰⁹ TBSP.Index to oficjalny indeks obligacji skarbowych w Polsce, uwzględniający zmiany cen obligacji na rynku wtórnym, wartości narosłych odsetek oraz dochody z reinwestycji kuponów odsetkowych. W skład tego indeksu wchodzi nominowane w złotych obligacje o oprocentowaniu stałym oraz obligacje zerokuponowe. Więcej informacji na temat indeksu pod adresem: <https://gpwbenchmark.pl/karta-indeksu?isin=PL9999999474#Basics>.

³¹⁰ Regulamin rynku TBSP dostępny na stronie internetowej Bondspot SA: https://www.bondspot.pl/pub/Regulacje_TBSP_Poland/UZ_039-22-Reg_TBSP_CCP_repo_jednolity.pdf.

wskaźniki inflacji główne banki centralne, w tym amerykańska Rezerwa Federalna i EBC, kontynuowały w 2023 r. zacieśnianie polityki pieniężnej³¹¹.

Wykres 5.2.8. Inwestorzy na rynku krajowych obligacji skarbowych w 2022 i 2023 r. (według stanów zadłużenia na koniec okresów)



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Trwająca wojna w Ukrainie oraz wzrost napięć politycznych na Bliskim Wschodzie dodatkowo zwiększały niepewność wśród inwestorów oraz zmienność cen na rynkach finansowych. W tych uwarunkowaniach kwotowania transakcji CDS na obligacje skarbowe Polski utrzymywały się na podwyższonym poziomie (wykres 5.2.9), a rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych i Niemiec były w III kwartale 2023 r. najwyższe od ponad dekady. W ostatnich miesiącach analizowanego okresu ceny obligacji skarbowych wielu państw rozwiniętych zaczęły rosnąć, do czego przyczyniły się spadki wskaźników inflacji oraz nasilenie się oczekiwań uczestników rynku na obniżki stóp procentowych w 2024 r. przez wiodące banki centralne.

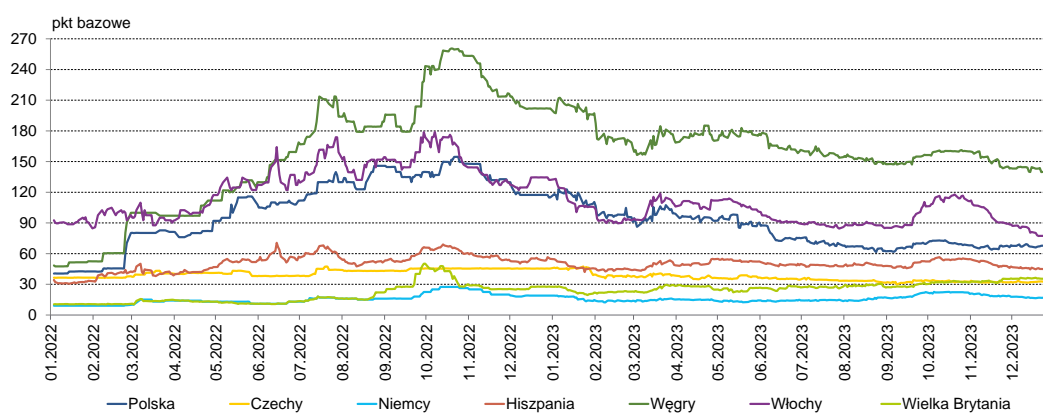
W Polsce po zacieśnieniu polityki pieniężnej w 2022 r. wskaźnik inflacji obniżył się z 18,4% w lutym 2023 r. do 6,2% na koniec grudnia. Jednocześnie tempo wzrostu gospodarczego w 2023 r. spowolniło do 0,2% (z 5,3% rok wcześniej). We wrześniu i październiku RPP obniżyła stopy procentowe NBP (łącznie o 1 pkt procentowy), w tym stopę referencyjną do 5,75%. Z kwotowań transakcji FRA wynikało, że pod koniec roku większość uczestników rynku oczekiwało utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie przez cały 2024 r.

W takich warunkach w analizowanym okresie istotnie spadły rentowności krajowych obligacji skarbowych (wykres 5.2.10). Przez większość 2023 r. nachylona dodatnio krzywa dochodowości tych instrumentów finansowych w całości znajdowała się poniżej stopy referencyjnej NBP, na co mógł mieć wpływ sposób naliczania podatku od niektórych instytucji finansowych. Wyraźnie zmniejszyły się także różnice w rentownościach wspomnianych instrumentów emitowanych przez

³¹¹ Od lipca 2022 r. do września 2023 r. EBC podniósł dziesięciokrotnie stopy procentowe łącznie o 4,5 pkt procentowego. Natomiast FOMC od marca 2022 r. do lipca 2023 r. podniósł stopy procentowe łącznie o 5,25 pkt procentowego.

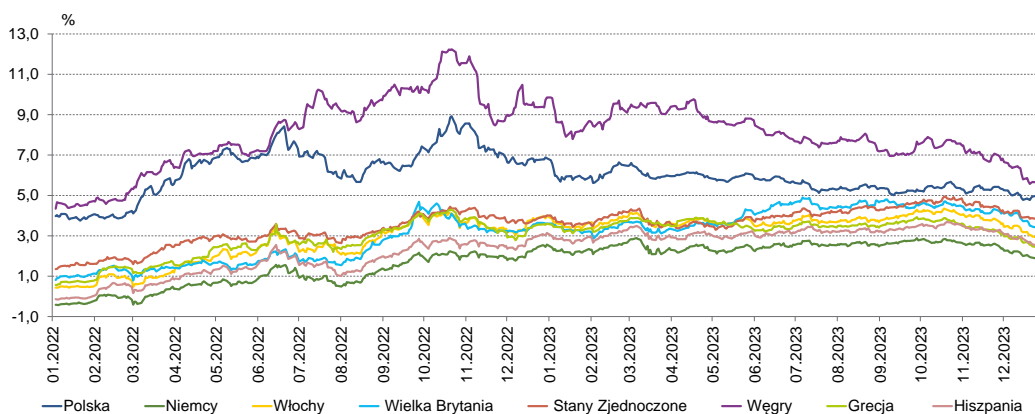
Polskę i kraje wysoko rozwinięte – dla 5-letnich obligacji skarbowych Polski i Stanów Zjednoczonych wspomniana różnica w IV kwartale 2023 r. przejściowo wynosiła poniżej 50 pkt bazowych. W analizowanym okresie różnica w rentownościach 10-letnich skarbowych papierów dłużnych Polski i Niemiec zmniejszyła się o około 110 pkt bazowych, do 320 pkt bazowych na koniec roku. Na koniec grudnia rentowność benchmarkowych krajowych obligacji o 2- i 5-letnich terminach zapadalności wyniosła około 5,1% (wobec, odpowiednio, 6,7% oraz 6,9% na koniec 2022 r.), a o terminie 10-letnim – ponad 5,2% (wobec 6,9% rok wcześniej).

Wykres 5.2.9. Kwotowania 5-letnich transakcji CDS na obligacje skarbowe wybranych państw strefy euro oraz nominowane w USD euroobligacje państw Europy Środkowej w 2022 i 2023 r.



Źródło: Bloomberg.

Wykres 5.2.10. Rentowność 5-letnich obligacji benchmarkowych Polski, Stanów Zjednoczonych oraz wybranych państw europejskich w 2022 i 2023 r.

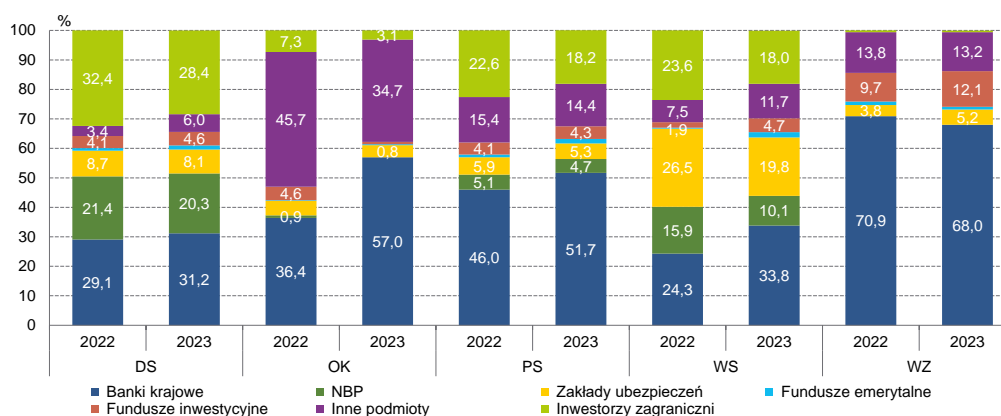


Źródło: Bloomberg.

Banki krajowe w 2023 r. zwiększyły zaangażowanie w obligacje skarbowe o 66,8 mld zł, do 420,6 mld zł na koniec roku. Tym samym ich udział w strukturze nabywców wspomnianych instrumentów finansowych na koniec analizowanego okresu wyniósł 43,1% (wobec 40,9% na koniec 2022 r.). W warunkach nadpłynności sektora bankowego niektóre banki preferowały nabywanie zapewniających bezpieczny i przewidywalny dochód obligacji skarbowych.

Dodatkowo do zwiększenia dochodu przyczyniał się sposób naliczania podatku od niektórych instytucji finansowych³¹² oraz oczekiwania na wzrost cen tych papierów dłużnych. Banki krajowe zwiększyły zaangażowanie zarówno w obligacje stałokuponowe – o 48,3 mld zł, do 241,2 mld zł na koniec roku (wykres 5.2.11), których ceny silnie reagują na zmiany rynkowych stóp procentowych oraz nowe informacje makroekonomiczne, jak i obligacje o zmiennym oprocentowaniu (o 19,0 mld zł, do 179,4 mld zł na koniec 2023 r.). Ze względu na konstrukcję tych ostatnich papierów (kupony zależne od wskaźnika referencyjnego WIBOR 6M) ich ceny są mniej wrażliwe na zmiany rynkowych stóp procentowych.

Wykres 5.2.11. Struktura nabywców poszczególnych rodzajów krajowych obligacji skarbowych w 2022 i 2023 r. (według stanów na koniec okresów)



Uwaga: DS – obligacje 10-letnie o stałym oprocentowaniu, OK – obligacje 2-letnie zerokuponowe, PS – obligacje 5-letnie o stałym oprocentowaniu, WS – obligacje co najmniej 15-letnie o stałym oprocentowaniu, WZ – obligacje o zmiennym oprocentowaniu.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów i NBP.

Widoczny w ostatnich latach istotny wzrost znaczenia osób fizycznych w strukturze nabywców obligacji skarbowych był efektem dużego popytu na obligacje detaliczne na rynku pierwotnym (ramka 5.2.1).

³¹² W przypadku banków i SKOK-ów podstawa opodatkowania podatkiem od niektórych instytucji finansowych jest obniżana o wartość posiadanych przez nie skarbowych papierów wartościowych. Z tego względu banki krajowe preferują nabywanie krajowych obligacji skarbowych od innych papierów dłużnych o podobnej charakterystyce.

Ramka 5.2.1 Detaliczne obligacje skarbowe

W latach 2022–2023 w wielu państwach wzrosło zainteresowanie detalicznymi obligacjami skarbowymi. Poza Polską obligacje skarbowe chętnie nabywały gospodarstwa domowe m.in. w Belgii, Portugalii, Wielkiej Brytanii, na Węgrzech oraz we Włoszech (tabela 1). Popyt na detaliczne obligacje skarbowe istotnie zwiększył się również w Stanach Zjednoczonych. W poprzedniej dekadzie, która charakteryzowała się niską stopą inflacji oraz ekspansywną polityką pieniężną, osoby fizyczne preferowały zazwyczaj zakładanie lokat bankowych albo zakup bardziej ryzykownych instrumentów finansowych o wyższych oczekiwanych stopach zwrotu. W tym okresie niektóre państwa zrezygnowały z programów sprzedaży detalicznych obligacji skarbowych (m.in. Niemcy w 2013 r.; Kanada w 2017 r)¹, inne zaś sprzedawały je w ograniczonym zakresie. Jednak po gwałtownym przyspieszeniu tempa wzrostu cen w wyniku agresji Rosji na Ukrainę w lutym 2022 r. w wielu gospodarkach (w tym w państwach UE i w Stanach Zjednoczonych) pojawiły się ujemne realne stopy procentowe. W tych warunkach osoby fizyczne, także niemające doświadczenia w inwestowaniu na rynkach kapitałowych, częściej decydowały się na zakup detalicznych obligacji skarbowych. Te inwestycje były bowiem traktowane przez gospodarstwa domowe zazwyczaj jako substytut lokat bankowych, umożliwiając zachowanie realnej siły nabywczej oszczędności. Dlatego też wyjątkowo dużą popularnością cieszyły się obligacje indeksowane inflacją, w których wysokość kuponu wyznacza wskaźnik wzrostu cen konsumpcyjnych powiększony o dodatkową marżę.

Tabela 1. Porównanie wybranych programów emisji detalicznych obligacji skarbowych

Państwo	Początek programu	Kanały sprzedaży	Wartość zadłużenia (koniec 2023 r.)	Rodzaje oprocentowania	Terminy zapadalności (w latach)
Belgia	1995 r.	Grand livres (online), banki, instytucje finansowe	EUR 4,5 mld (0,9% długu)	stałe oprocentowanie	1, 3, 5, 8, 10
Polska	1999 r.	dwa banki komercyjne (online i w placówkach)	PLN 110,1 mld (11,3% długu)	stałe, zmienne, indeksowane inflacją	1, 2, 3, 4, 10 oraz 3 miesiące
Portugalia	1960 r.	AforroNet (online), placówki pocztowe, banki, instytucje finansowe	EUR 45,1 mld (15,2% długu)	zmienne, rosnące (step-up)	7, 15
Węgry	1988 r.	WebTreasury, (online); placówki pocztowe, banki, instytucje finansowe	HUF 10,1 bln (19,8% długu)	stałe, zmienne, indeksowane inflacją	1, 3, 4, 5, 6, 10,
Wielka Brytania	1957 r.	National Savings & Investments (online)	GBP 231,1 mld (8,6% długu)	stałe i zmienne	3
Włochy	2012 r.	banki (w tym online) i placówki pocztowe	EUR 310,1 mld (13,5% długu)	stałe, indeksowane inflacją oraz wzrostem PKB, rosnące, premiowe	4, 5, 6, 8, 10, 12, 16
Stany Zjednoczone	1935 r.	TreasuryDirect (online)	USD 171,9 mld (0,7% długu)	stałe, zmienne, indeksowane inflacją	różne terminy

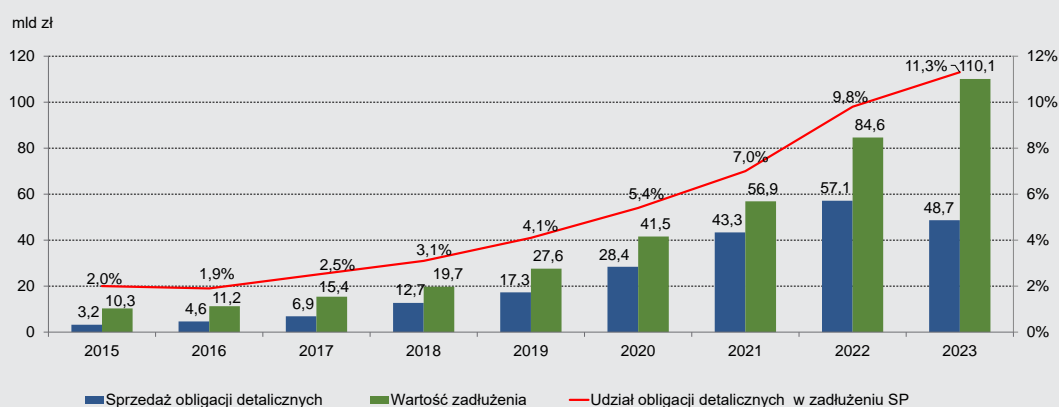
Źródło: Global Debt Report 2024, OECD 2023, MF, węgierska agencja zarządzania długiem publicznym AKK.

Zakup obligacji skarbowych jest z reguły bezpieczną i przewidywalną inwestycją, gdyż emitentami są rządy państw, a wartość kuponów jest z góry określona. Ponadto dzięki rozwojowi aplikacji internetowych zakup detalicznych obligacji skarbowych w wielu państwach jest równie łatwy jak założenie lokaty bankowej. Z kolei możliwość nabycia tych obligacji także w oddziałach banków albo w placówkach pocztowych stanowi ułatwienie dla osób starszych planujących taką inwestycję.

W latach 2022–2023 również emitenci omawianych papierów dłużnych dążyli do pozyskania możliwie szerokiego grona nabywców. Pogorszenie warunków finansowania po zaostrzeniu polityki pieniężnej przez wiodące banki centralne przyczyniło się do wzbogacenia oferty obligacji skarbowych skierowanych do osób fizycznych. Niektóre państwa (m.in. Węgry) oferowały warunki istotnie lepsze niż rynkowe w celu ograniczenia skali finansowania z zagranicy². Inne państwa (np. Belgia, Portugalia, Włochy) stosowały dla nabywców obligacji detalicznych ulgi podatkowe. Wyjątkową dużą popularnością cieszyły się obligacje detaliczne we Włoszech, gdzie w 2023 r. wartość sprzedaży tych instrumentów finansowych wyniosła 44 mld euro, co stanowiło ponad 8% potrzeb pożyczkowych brutto. Na koniec 2023 r. udział zadłużenia z tytułu obligacji detalicznych wzrósł w tym kraju do 13,5% wartości długu publicznego, czyli był dwa razy większy niż w połowie 2022 r. Jednocześnie z włoskich banków odpłynęły wówczas depozyty gospodarstw domowych o wartości 56 mld euro, a wolumeny obrotu giełdowego akcjami spółek o średniej wielkości spadły o połowę³.

W Polsce sprzedaż detalicznych obligacji skarbowych zaczęła dynamicznie rosnąć w 2020 r. (wykres I), do czego przyczyniło się złagodzenie polityki pieniężnej przez NBP po wybuchu pandemii COVID-19. W efekcie w II połowie 2020 r. średnie oprocentowanie lokat bankowych spadło poniżej 1%. Doprowadziło to do poszukiwania przez gospodarstwa domowe alternatywnych sposobów inwestowania oszczędności na rynku kapitałowym, w tym w obligacje skarbowe.

Wykres I. Wartość sprzedaży i zadłużenia z tytułu detalicznych obligacji skarbowych w Polsce w latach 2015–2023



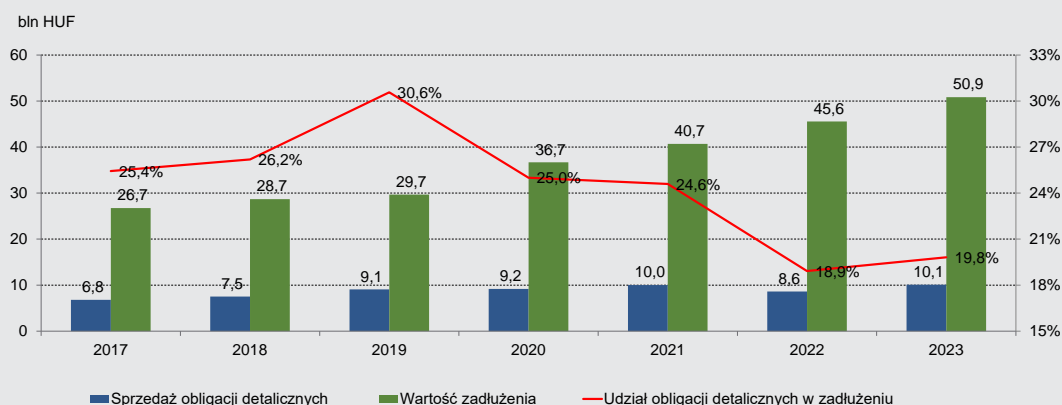
Źródło: Ministerstwo Finansów.

Rekordowa sprzedaż obligacji skarbowych w Polsce miała miejsce w czerwcu 2022 r. (14,1 mld zł) oraz w lipcu 2022 r. (10,3 mld zł), po tym jak Ministerstwo Finansów rozszerzyło ofertę sprzedawanych obligacji oraz podniosło oprocentowanie niektórych serii tych papierów dłużnych. W sytuacji dynamicznego wzrostu wskaźnika inflacji w 2022 r. przeważała sprzedaż obligacji indeksowanych inflacją. Łącznie w latach 2022–2023 na ten rodzaj obligacji przypadało 40% wartości sprzedaży w tym segmencie rynku. W latach 2022–2023 dzięki sprzedaży obligacji detalicznych pozyskano w Polsce około 35% wartości potrzeb pożyczkowych brutto. W IV kwartale 2023 r. wraz ze spadkiem wskaźnika inflacji malało zainteresowanie obligacjami indeksowanymi. Niektórzy nabywcy zdecydowali się nawet na odsprzedaż emitentowi wspomnianych obligacji przed terminem zapadalności. Pod koniec 2023 r. najczęściej kupowanymi obligacjami detalicznymi były 3-letnie obligacje o stałym oprocentowaniu.

W niektórych państwach udział obligacji detalicznych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych (m.in. w Portugalii, na Węgrzech oraz w Wielkiej Brytanii) jest stosunkowo wysoki od wielu lat. Z danych OECD wynika, że w latach 2022–2023 udział tych papierów dłużnych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu centralnego wynosił około 30%. Szczególnie duża wartość obligacji detalicznych

utrzymuje się na Węgrzech, gdzie na koniec 2023 r. wartość detalicznych obligacji skarbowych wyniosła blisko 10,1 bln HUF, co stanowiło 19,8% wartości długu publicznego (wykres II). Dla długu nominowanego w HUF udział obligacji detalicznych stanowił 27,3% na koniec 2023 r. W ostatnich latach największą popularnością na Węgrzech, podobnie jak w Polsce i we Włoszech, cieszyły się obligacje indeksowane inflacją – na koniec 2023 r. stanowiły one 59% wartości tego rynku, a bony indeksowane inflacją – 9%. Z danych węgierskiej agencji zajmującej się zarządzaniem długiem publicznym AKK wynika, że około 13% oszczędności gospodarstw domowych zostało zainwestowanych w ten rodzaj instrumentów finansowych.

Wykres II. Wartość sprzedaży i zadłużenia z tytułu detalicznych obligacji skarbowych na Węgrzech w latach 2017–2023



Źródło: węgierska agencja zarządzania długiem publicznym AKK.

Nie wszystkie państwa decydują się na rozwój tego segmentu rynku ze względu na liczne rodzaje ryzyka oraz koszty, które generuje duży udział obligacji detalicznych w zadłużeniu Skarbu Państwa. OECD zwraca uwagę na wymagające kwestie operacyjne związane z przygotowaniem emisji obligacji detalicznych. Emitenci tego rodzaju papierów muszą stworzyć oddzielne kanały dystrybucji oraz zastosować odpowiednie narzędzia marketingowe i komunikacyjne, aby dotrzeć do potencjalnych inwestorów. Trzeba również zapewnić sprawne rozliczenie dużej liczby transakcji. Ponadto popyt inwestorów indywidualnych charakteryzuje się dużo większą zmiennością niż w przypadku inwestorów hurtowych. W czasie ożywienia gospodarczego oraz trwałego spadku inflacji znaczna część gospodarstw domowych nie decyduje się na przedłużenie inwestycji w ten rodzaj papierów dłużnych – w zależności od profilu ryzyka ich oszczędności mogą być szybko przeniesione na lokaty bankowe albo zainwestowane w instrumenty udziałowe. Ponadto termin zapadalności obligacji detalicznych jest zazwyczaj dużo krótszy niż w przypadku obligacji hurtowych, co zwiększa ryzyko refinansowania zapadającego zadłużenia. Dodatkowo, w wielu jurysdykcjach osoby fizyczne mogą odsprzedać zakupione obligacje detaliczne przed terminem zapadalności, ponosząc jedynie nieznaczne koszty (zazwyczaj utraty całości lub części odsetek z ostatniego okresu odsetkowego).

¹ Global Debt Report 2024, OECD 2023; raport dostępny pod adresem www.oecd.org/finance/global-debt-report/.

² IMF Staff Country Reports Hungary: Selected Issues 2019, raport dostępny pod adresem www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/12/04/Hungary-Selected-Issues-48849.

³ V. Za, G. Fonte, *Italy's hunt for savers' cash leaves smaller firms high and dry*, depesza Reuters dostępna pod adresem www.reuters.com/markets/europe/italys-hunt-savers-cash-leaves-smaller-firms-high-dry-2024-02-01/.

Zaangażowanie instytucji rządowych i samorządowych na rynku krajowych obligacji skarbowych w 2023 r. wzrosło o 14,7 mld zł, do 92,2 mld zł na koniec grudnia. Wśród instytucji rządowych

największy portfel obligacji skarbowych posiadał zarządzany przez ZUS Fundusz Rezerwy Demograficznej. Zaangażowanie BFG w obligacje skarbowe wyniosło 23,7 mld zł na koniec 2023 r. Ministerstwo Finansów przekazywało też nieodpłatnie jednostkom zaliczanym do sektora finansów publicznych (m.in.) obligacje skarbowe, co mogło mieć wpływ na wzrost wartości portfela tych papierów dłużnych posiadanych przez tę grupę podmiotów. Duży udział tej grupy podmiotów w strukturze nabywców obligacji serii OK był związany z tym, że Ministerstwo Finansów przed 2022 r. przekazywało bezpłatnie jedynie 2-letnie obligacje zerokuponowe.

Spadek zaangażowania NBP na rynku wspomnianych instrumentów o nieco ponad 1,0 mld zł do 73,2 mld zł na koniec roku wynikał z wykupu w terminie zapadalności trzech serii obligacji skarbowych, które bank centralny nabył w latach 2020–2021. Obligacje 10-letnie (serie DS) stanowiły ponad 75% wartości wszystkich nabytych przez NBP obligacji skarbowych.

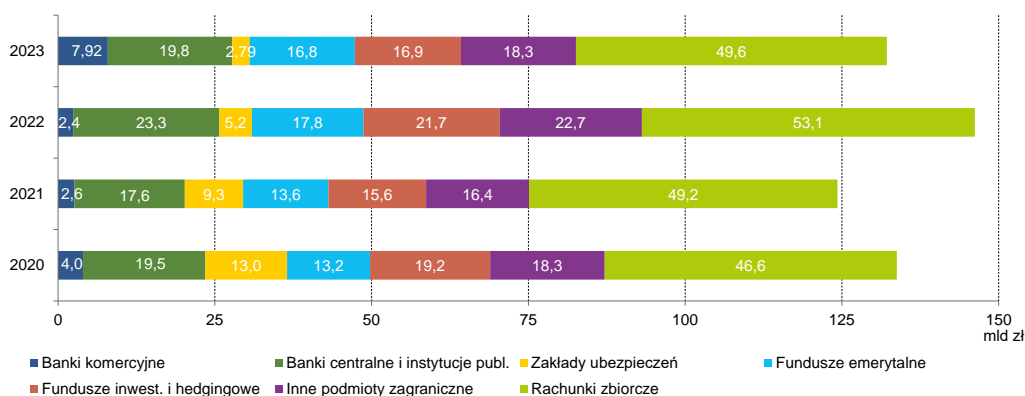
Wartość portfela obligacji skarbowych w posiadaniu funduszy inwestycyjnych w 2023 r. wzrosła o 9,8 mld zł, do 57,3 mld zł na koniec roku. O ponad 10 mld zł zwiększyły one w analizowanym okresie zaangażowanie w serie obligacji o zmiennym oprocentowaniu, podczas gdy wartość portfela obligacji stałokuponowych zwiększyła się jedynie nieznacznie (w poprzednich latach fundusze chętnie nabywały obligacje indeksowane inflacją, które zapadły w sierpniu 2023 r.). W przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu podmioty te inwestowały głównie w papiery dłużne o dłuższych pierwotnych terminach zapadalności – w ich portfelach znajdowały się obligacje serii PS i DS o wartości ponad 21,1 mld zł.

W 2023 r. zaangażowanie inwestorów zagranicznych na rynku krajowych obligacji skarbowych zmniejszyło się o 14,0 mld zł i na koniec roku wyniosło 132,2 mld zł (w tym ponad 40% było zaewidencjonowane na tzw. rachunkach zbiorczych). W analizowanym okresie prawie wszystkie grupy nierezydentów systematycznie zmniejszały wartość swoich portfeli na krajowym rynku obligacji skarbowych. Najmocniej (o 4,2 mld zł, do 15,7 mld zł na koniec roku) zmniejszyły swoje zaangażowanie zagraniczne fundusze inwestycyjne (wykres 5.2.12). W ujęciu geograficznym swoje portfele redukowali głównie inwestorzy z Ameryki Północnej (z 9,0 mld zł na koniec 2022 r. do 4,4 mld zł w grudniu 2023 r.). Mogło to mieć związek z zacieśnianiem polityki pieniężnej oraz wzrostem rentowności obligacji w krajach rozwiniętych, co umożliwiała wspomnianym grupom inwestorów uzyskiwanie podobnych stóp zwrotu z inwestycji w obligacje skarbowe z krajów macierzystych, posiadających wyższe oceny ratingowe niż Polska, bez narażania się na ryzyko walutowe. W 2023 r. wśród nierezydentów jedynie banki zagraniczne zdecydowanie zwiększyły zaangażowanie w krajowe obligacje skarbowe Polski (o 5,5 mld zł, do 7,9 mld zł na koniec roku). Papiery te cieszyły się największym zainteresowaniem inwestorów ze strefy euro i Dalekiego Wschodu (odpowiednio, 29,9 mld zł oraz 32,3 mld zł).

Banki centralne z krajów Dalekiego Wschodu w 2023 r. zmniejszyły zaangażowanie na wspomnianym rynku o 3,7 mld zł, do 15,8 mld zł na koniec roku. W mniejszej skali (2,8 mld zł) inwestowały w te instrumenty również banki centralne z Bliskiego Wschodu. W sumie wartość krajowych obligacji skarbowych w posiadaniu długoterminowych inwestorów zagranicznych

(tj. banków centralnych i instytucji publicznych, zakładów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych) w 2023 r. spadła o 6,9 mld zł i wyniosła 39,4 mld zł na koniec grudnia.

Wykres 5.2.12. Inwestorzy zagraniczni na krajowym rynku obligacji skarbowych w latach 2020–2023 (mld zł, według stanów zadłużenia na koniec okresów)



Źródło: Ministerstwo Finansów.

5.2.2.2. Nieskarbowe obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa

Do nieskarbowych obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa należą: obligacje emitowane przez BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD)³¹³, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19³¹⁴, Funduszu Pomocy³¹⁵, Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych³¹⁶, a także

³¹³ KFD został powołany w BGK na mocy ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. 2024 r., poz. 321). Fundusz wspiera finansowo realizację Programu Budowy Dróg Krajowych przez gromadzenie i wydatkowanie środków na przygotowanie, budowę, przebudowę, remonty, utrzymanie i ochronę autostrad, dróg ekspresowych i pozostałych dróg krajowych. Podstawę prawną dla programu emisji obligacji na rzecz KFD z gwarancją Skarbu Państwa stanowi art. 39d ust. 1 oraz art. 39q ust. 1 wspomnianej ustawy.

³¹⁴ Podstawę prawną dla programu emisji obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 stanowi art. 67 ust. 3, 4 i 10 ustawy z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2020 r., poz. 568 z późn. zm.) w związku z art. 39p–39w ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. 2024 r., poz. 321).

³¹⁵ Podstawę prawną dla programu emisji obligacji na rzecz Funduszu Pomocy stanowi art. 16 ust. 3 i 4 ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 103).

³¹⁶ Podstawę prawną dla programu emisji obligacji na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych stanowi art. 45 ust. 1, 2 i 8 ustawy z dnia 11 marca 2022 r. o obronie Ojczyzny (Dz. U. z 2024 r., poz. 248), w związku z art. 39q ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym (Dz.U. 2024 r., poz. 321).

obligacje PFR³¹⁷ emitowane w ramach Tarcz Finansowych. Wspomniana gwarancja Skarbu Państwa przysługuje bezwarunkowo do 100% wartości pozostających do wypłaty świadczeń pieniężnych wynikających z tych papierów dłużnych wraz z należnymi odsetkami od tej kwoty i innymi kosztami bezpośrednio związanymi z ich emisją. Zadłużenie z tytułu nieskarbowych obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa wpływa na wartość długu sektora finansów publicznych, ale nie jest uwzględniane w zadłużeniu Skarbu Państwa.

Wielkość rynku

Na koniec 2023 r. wspomniane instrumenty finansowe stanowiły największy segment krajowego rynku nieskarbowych papierów dłużnych o wartości 240,7 mld zł, tj. 7,1% PKB (tabela 5.2.6).

Tabela 5.2.6. Zadłużenie z tytułu emitowanych na rynek krajowy obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa, według stanów na koniec okresów, oraz wartość nowych emisji w latach 2021–2023 (w mld zł)

	2021	2022	2023
Wartość zadłużenia	215,7	223,8	240,7
- obligacje BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego	7,5	2,3	2,3
- obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19	134,3	142,0	153,7
- obligacje na rzecz Funduszu Pomocy	-	5,6	7,8
- obligacje na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych	-	-	3,0
- obligacje PFR	73,9	73,9	73,9
Wartość nowych emisji	42,0	13,4	17,3

Uwaga: BGK emitował gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje także na rynki zagraniczne. Na koniec 2023 r. zadłużenie z tytułu takich obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 wyniosło 2,3 mld euro i 2,2 mld USD, na rzecz KFD – 4,4 mld euro, na rzecz Funduszu Pomocy 0,7 mld euro i 93 mld japońskich jenów, a na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych – 1 mld USD.

Źródło: opracowano na podstawie danych BGK, PFR oraz KDPW.

W 2023 r. BGK wyemitował na krajowy rynek pięć serii obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Ich łączna wartość wyniosła 11,7 mld zł. W efekcie krajowe zadłużenie z tytułu emisji tych instrumentów wzrosło do 153,7 mld zł (tabela 5.2.7). Wspomniane papiery dłużne były oferowane na organizowanych przez NBP przetargach, w których mogły brać udział instytucje posiadające status DSPW. Wartość nominalna pojedynczej obligacji, podobnie jak w przypadku rynkowych obligacji skarbowych, wynosiła 1 tys. zł. Termin zapadalności wyemitowanych w 2023 r. obligacji wynosił od 5 do 19 lat, oprocentowanie czterech serii było stałe (kupon od 1,75% do 6,75%), a jednej – zmienne (wskaźnik referencyjny WIBOR 6M powiększony o 0,5 pkt procentowego). Na rynku pierwotnym rentowności tych papierów dłużnych w 2023 r. znajdowały się w przedziale od 5,4% do 7,2%, w zależności od terminu zapadalności serii obligacji

³¹⁷ Podstawę prawną dla programu emisji obligacji PFR stanowi art. 21aa ust. 1 ustawy z dnia 4 lipca 2019 r. o systemie instytucji rozwoju (tekst jednolity Dz.U. 2022 r., poz. 2183) w związku z art. 39p–39w ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. 2024 r., poz. 321).

oraz aktualnych warunków rynkowych. W maju 2023 r. agencja Moody's nadała BGK długoterminowy rating na poziomie A2 w walucie obcej i krajowej z perspektywą stabilną, odpowiadający ratingowi Polski. Natomiast Fitch Ratings potwierdził w lipcu 2023 r. długoterminowy rating BGK na poziomie A- z perspektywą stabilną (również równy ocenie ratingowej Polski).

Tabela 5.2.7. Obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 w latach 2022–2023 (zadłużenie według stanów na koniec okresów)

Serie obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19	Kupon	Wartość obligacji (w mld zł)		Struktura obligacji (w %)	
		2022	2023	2022	2023
FPC0725	1,250%	25,3	25,3	17,8	16,5
FPC0427	1,875%	33,6	33,6	23,6	21,8
FPC0328	1,750%	17,1	19,4	12,1	12,6
FPC0630	2,125%	34,2	34,2	24,1	22,3
FPC0631	WIBOR 6M+0,5 pkt proc.	17,6	23,3	12,4	15,2
FPC0733	2,250%	7,7	8,7	5,4	5,7
FPC1140	2,375%	6,5	6,5	4,6	4,3
FPC0342	6,750%	-	2,7	-	1,7
Ogółem	-	142,0	153,7	100,0	100,0

Uwaga: cyfry w nazwach poszczególnych serii obligacji oznaczają terminy ich zapadalności (np. obligacje serii FPC0725 zapadają w lipcu 2025 r.).

Źródło: opracowano na podstawie danych BGK.

W 2023 r. BGK wyemitował na rynek krajowy na rzecz Funduszu Pomocy jedną serię nominowanych w euro obligacji o wartości 600 mln euro i stałym kuponie 4,85%, które po cenie nominalnej objął EBI. BGK uplasował w analizowanym okresie także jedną serię dwuletnich obligacji na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych o wartości 3,0 mld zł. Na rynek krajowy nie emitowano w 2023 r. obligacji na rzecz KFD. W obiegu pozostawały dwie serie papierów tego funduszu o terminach zapadalności w 2024 oraz 2045 r., których łączna wartość nominalna wyniosła niespełna 2,3 mld zł.

PFR nie emitował w analizowanym okresie obligacji w ramach Tarcz Finansowych. Na koniec 2023 r. w obiegu było jedenaście serii tych papierów dłużnych o stałym kuponie i terminach zapadalności od 2025 do 2030 r., o łącznej wartości 73,9 mld zł. W czerwcu 2023 r. agencja S&P po raz kolejny utrzymała ocenę PFR odpowiadającą ratingowi Polski, tj. A w walucie krajowej oraz A- w walucie obcej, oba z perspektywą stabilną.

Rynek wtórny i inwestorzy

Podobnie jak w przypadku obligacji skarbowych zdecydowana większość transakcji obligacjami gwarantowanymi przez Skarb Państwa była zawierana na rynku OTC. Wśród tych papierów dłużnych największą płynnością na rynku wtórnym wyróżniały się obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (tabela 5.2.8). Tak jak obligacje skarbowe są one

sprzedawane na rynku pierwotnym wyłącznie DSPW w aukcjach jednej ceny organizowanych przez NBP, mają nominal 1 000 zł, a wartość wielu serii jest porównywalna z wartościami serii skarbowych papierów wartościowych. Wskaźnik płynności dla tych obligacji, liczony jako iloraz średniej miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych do średniego stanu zadłużenia tych instrumentów, w 2023 r. wyniósł około 0,02 (wobec 0,19 dla obligacji skarbowych). Te obligacje były również relatywnie często wykorzystywane jako zabezpieczenie w transakcjach warunkowych. Na pozostałych rodzajach obligacji BGK gwarantowanych przez Skarb Państwa odnotowano na rynku OTC jedynie pojedyncze transakcje bezwarunkowe. Płynność rynku wtórnego obligacji PFR była istotnie mniejsza. Wskaźnik płynności dla tych instrumentów w 2023 r. wyniósł istotnie poniżej 0,01. Były one także wykorzystywane jako zabezpieczenie transakcji SBB, ale zdecydowanie rzadziej niż wspomniane obligacje BGK.

Tabela 5.2.8. Średnia dzienna wartość transakcji gwarantowanymi przez Skarb Państwa krajowymi obligacjami BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 i obligacjami PFR w latach 2022–2023 (w mln zł)

Obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19	2022	2023
Transakcje bezwarunkowe	165,7	172,2
- w tym na platformie Catalyst	3,4	2,5
Transakcje warunkowe	590,9	337,3
Obligacje PFR	2022	2023
Transakcje bezwarunkowe	18,1	31,5
- w tym na platformie Catalyst	0,0	0,3
Transakcje warunkowe	47,2	31,4

Źródło: obliczono na podstawie danych KDPW.

Wszystkie nominowane w złotych serie obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz seria obligacji na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (o łącznej wartości 156,7 mld zł), jak również osiem serii obligacji PFR (o wartości 71,4 mld zł) zostały wprowadzone na platformę Catalyst – papiery dłużne BGK na regulowany rynek detaliczny organizowany przez GPW, natomiast instrumenty finansowe PFR na rynek ASO GPW. Obligacje BGK na rzecz KFD były notowane na obu rynkach regulowanych platformy Catalyst. Zdecydowanie najczęściej zawierano transakcje obligacjami BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (około 13 tys. transakcji o wartości około 650 mln zł). Obroty obligacjami PFR były znikome (25 transakcji o wartości 78 mln zł), natomiast w przypadku obligacji na rzecz KFD i Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych nie odnotowano żadnej transakcji na rynku zorganizowanym.

Na rynku wtórnym obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa były w 2023 r. wyceniane przez uczestników rynku podobnie jak obligacje skarbowe, ale charakteryzowały się nieco wyższą rentownością. W przeciwieństwie do papierów skarbowych zakup obligacji BGK i PFR

nie pozwala na obniżenie podstawy dla podatku od niektórych instytucji finansowych³¹⁸. Ponadto z inwestycją w te instrumenty wiązało się większe ryzyko płynności niż w przypadku inwestycji w obligacje skarbowe. Spadki rentowności obligacji skarbowych obserwowane od końca 2022 r. przyczyniły się do podobnych zmian w wycenie obligacji BGK i PFR (wykres 5.2.13).

Wykres 5.2.13. Rentowności wybranych obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa o stałym oprocentowaniu w latach 2022–2023



Uwaga: 7-letnie obligacje PFR (PFR0827); 10-letnie obligacje BGK (FPC0630) oraz 13-letnie obligacje BGK (FPC0733) 10-letnie obligacje skarbowe (DS0727, DS1030, DS1033).

Źródło: Bloomberg.

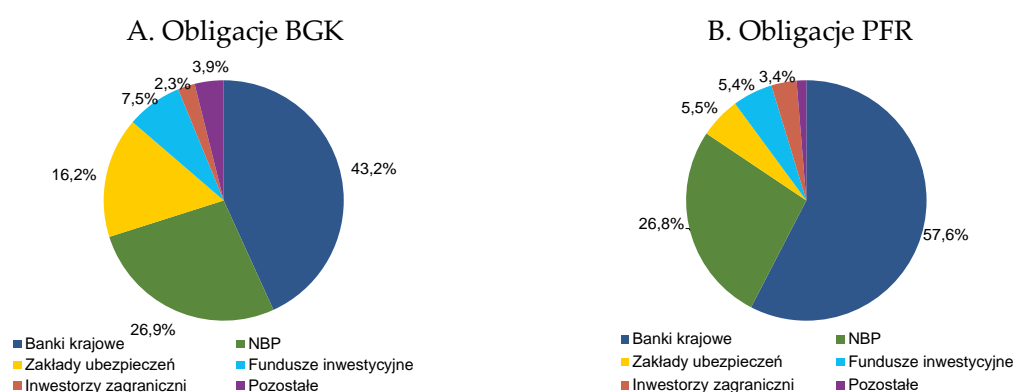
Z danych NBP wynika, że struktura nabywców obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa nie zmieniała się istotnie w analizowanym okresie. Na koniec 2023 r. największy udział miały w niej wciąż banki krajowe – w przypadku obligacji PFR wyniósł on około 57,6%, natomiast dla obligacji BGK – 43,2% (wykres 5.2.14). Zaangażowanie banków we wspomniane obligacje wzrosło do około 110 mld zł na koniec roku. NBP posiadał obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz obligacje PFR o łącznej wartości 61,9 mld zł, które nabył na rynku wtórnym w ramach przeprowadzanych w latach 2020–2021 operacji strukturalnych. Na koniec 2023 r. udział banku centralnego w strukturze nabywców obligacji PFR i obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 wyniósł około 27%.

Obligacje BGK i PFR znajdowały się również w portfelach krajowych podmiotów niebankowych i nierezydentów. Na koniec 2023 r. udział zakładów ubezpieczeń oraz funduszy inwestycyjnych w strukturze nabywców obligacji PFR wyniósł po około 5,5%, a w przypadku inwestorów zagranicznych – 3,4%. Udział zakładów ubezpieczeń w strukturze nabywców obligacji BGK gwarantowanych przez SP wzrósł w 2023 r. o około 4 pkt procentowe do 16,2% na koniec roku, do czego przyczyniła się emisja obligacji o preferowanym przez zakłady ubezpieczeń długim terminie zapadalności (FPC0342). Natomiast udział funduszy inwestycyjnych w strukturze nabywców tych

³¹⁸ W przypadku banków i SKOK-ów podstawa opodatkowania podatkiem od niektórych instytucji finansowych jest obniżana o wartość posiadanych przez nie skarbowych papierów wartościowych. M.in. z tego względu rentowności obligacji skarbowych na rynku wtórnym są niższe niż innych papierów o tej samej charakterystyce.

instrumentów zmniejszył się z 12,3% na koniec 2022 r. do około 7,4% na koniec 2023 r. Nierezydenci posiadali na koniec grudnia 2023 r. około 2,3% tych papierów dłużnych. Większe zainteresowanie niebankowych instytucji finansowych obligacjami BGK mogło wynikać z większego zróżnicowania parametrów tych instrumentów w porównaniu z obligacjami PFR (obligacje o zmiennym kuponie, dłuższe terminy zapadalności, wyższa wartość poszczególnych serii), a także istotnie większej płynności rynku wtórnego oraz niższego nominału pojedynczej obligacji.

Wykres 5.2.14. Nabywcy gwarantowanych przez Skarb Państwa obligacji BGK (na rzecz KFD i Funduszu Przeciwdziałania COVID-19) oraz PFR na koniec 2023 r.



Źródło: dane SHS, NBP.

5.2.2.3. Obligacje komunalne

Wielkość rynku

W 2023 r. rynek obligacji komunalnych³¹⁹ rozwijał się dynamicznie, choć nadal był relatywnie niewielkim segmentem krajowego rynku kapitałowego. Wartość nowych emisji papierów dłużnych JST osiągnęła w analizowanym okresie rekordową wartość 9,2 mld zł, czyli była prawie dwukrotnie większa niż w 2022 r. Całkowite zadłużenia z tytułu tych instrumentów finansowych na koniec 2023 r. wzrosło do 38,4 mld zł, co odpowiadało ponad 38,5% całkowitego zadłużenia JST. Rynek ten pozostawał silnie rozdrobniony: w obiegu na koniec grudnia było prawie 17 tys. serii obligacji komunalnych, wyemitowanych przez 1 062 podmioty (tabela 5.2.9).

Wielkość rynków obligacji komunalnych w innych państwach UE jest mocno zróżnicowana i w dużym stopniu zależy od ustroju administracyjnego poszczególnych krajów. Najlepiej rozwinięte rynki tych instrumentów funkcjonują w państwach, w których regiony cieszą się

³¹⁹ W ramach krajowego rynku obligacji komunalnych uwzględnione zostały dłużne papiery wartościowe emitowane w Polsce przez jednostki samorządu terytorialnego, z wyłączeniem emisji przeprowadzonych przez spółki komunalne. Emisje spółek prawa handlowego, których właścicielem są JST, zostały uwzględnione w rozdziale poświęconym długoterminowym papierom dłużnym przedsiębiorstw.

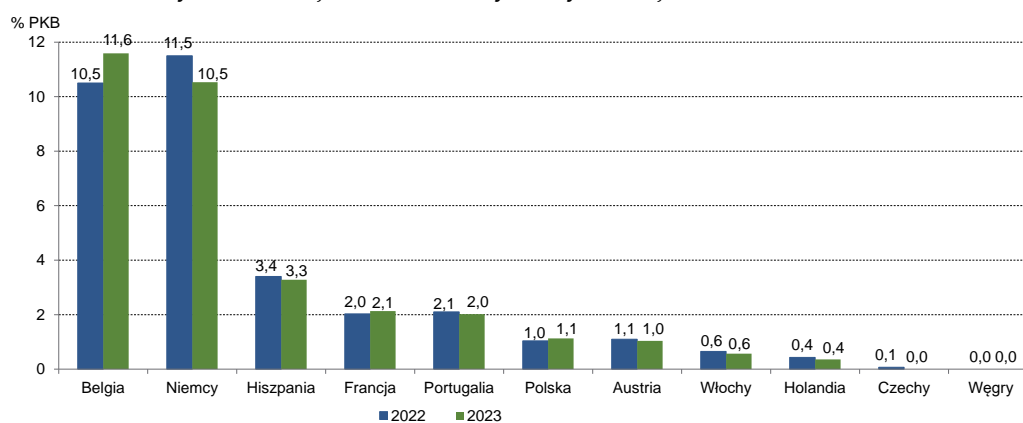
znaczną autonomią, m.in. w Niemczech, w Belgii oraz w Hiszpanii. W Czechach i na Węgrzech znaczenie tego segmentu rynku kapitałowego jest marginalne (wykres 5.2.15).

Tabela 5.2.9. Zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych na koniec roku oraz wartość nowych emisji w latach 2020–2023 (w mld zł)

	2020	2021	2022	2023
Wartość zadłużenia	28,4	30,2	31,6	38,4
- w tym: wartość obligacji notowanych na Catalystr	2,9	3,6	4,0	5,7
Wartość nowych emisji	5,0	4,5	4,7	9,2

Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW i Catalystr.

Wykres 5.2.15. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych w relacji do PKB w wybranych krajach UE w latach 2022–2023



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu obligacji komunalnych w Polsce przeliczono według średniego kursu EUR/PLN na koniec 2022 r. i 2023 r. (odpowiednio 4,6899 i 4,3480). Wartości za 2022 r. różnią się od danych zamieszczonych w poprzedniej edycji opracowania ze względu na korekty danych publikowanych przez EBC.

Źródło: opracowano na podstawie danych Statistical Data Warehouse EBC, Eurostat oraz NBP.

W analizowanym okresie 472 JST wyemitowało ponad 2,2 tys. serii obligacji komunalnych o wartości 9,2 mld zł. Tylko w grudniu uplasowano prawie 1,3 tys. serii tych instrumentów finansowych o wartości 4,7 mld zł. Czternaście miast przeprowadziło w 2023 r. emisje o wartości co najmniej 100 mln zł, a ich łączna wartość wyniosła prawie 4,0 mld zł. Wciąż jednak przeważały niewielkie emisje małych i średnich JST. Emisje obligacji komunalnych były przeważnie dzielone na wiele serii, co pozwalało uzyskiwać podobny harmonogram spłaty zadłużenia jak w przypadku kredytu i unikać znacznych jednorazowych wydatków na wykup obligacji.

Środki pozyskane z emisji papierów dłużnych służyły JST przede wszystkim do finansowania inwestycji, w tym zapewnienia niezbędnego wkładu przy realizacji projektów współfinansowanych z funduszy europejskich oraz refinansowania zapadającego zadłużenia. Z danych Ministerstwa Finansów wynika, że wydatki inwestycyjne JST w 2023 r. wzrosły do rekordowych 87,7 mld zł (z 60,3 mld zł rok wcześniej). Jednocześnie sytuacja finansowa sektora samorządów pogorszyła się, szczególnie w większych miastach. Deficyt budżetowy sektora

samorządowego w 2023 r. wzrósł do 22,9 mld zł, a zadłużenie JST (po konsolidacji) zwiększyło się do 99,4 mld zł na koniec roku.

Emisje obligacji komunalnych nie podlegają postępowaniu o udzielenie zamówienia publicznego³²⁰ i nie wymagają ustanawiania zabezpieczeń dla zaciąganych zobowiązań, co zwiększa popularność tych instrumentów. Skala ich emisji jest jednak ograniczana przez rozwiązania określone w ustawie o finansach publicznych, tj. związanie maksymalnej kwoty wydatków JST na wykup i obsługę zaciągniętych zobowiązań z dochodami tych jednostek³²¹.

Struktura rynku

Zdecydowana większość obligacji komunalnych miała nierynkowy charakter. Banki będące organizatorami emisji zazwyczaj nabywały te instrumenty na rynku pierwotnym z zamiarem trzymania ich do terminu zapadalności i traktowały je jako alternatywę wobec udzielenia kredytu JST. Na koniec 2023 r. wartość zarejestrowanych w KDPW obligacji komunalnych wzrosła do 25,9 mld zł (z 17,3 mld zł rok wcześniej), co stanowiło około dwóch trzecich wartości tego rynku³²². Poza KDPW wciąż było zarejestrowanych ponad 10 tys. serii obligacji komunalnych o wartości 12,5 mld zł.

Na koniec analizowanego okresu emisje gmin (wśród których przeważały gminy miejskie) stanowiły około 45% wartości obligacji komunalnych pozostających w obrocie, powiatów – niecałe 8%, a województw – poniżej 3%. Udział miast na prawach powiatów, które zazwyczaj emitowały serie obligacji komunalnych o dużych wartościach, wzrósł do prawie 45%. Największymi emitentami tych papierów dłużnych były: Kraków (2,9 mld zł), Łódź (2,6 mld zł), Lublin (prawie 1,1 mld zł) oraz Poznań (1,0 mld zł).

Na rynku pierwotnym wciąż przeważały oferty obligacji komunalnych o niewielkich wartościach (ich średnia wartość wyniosła około 4,0 mln zł), co było związane ze wspomnianą tendencją do dzielenia emisji na wiele serii. Średni termin zapadalności nowo emitowanych instrumentów był dłuższy niż w poprzednich latach i wyniósł prawie 10 lat, ale około 60% (w ujęciu wartościowym) stanowiły instrumenty o krótszym od wspomnianego pierwotnym terminie zapadalności. Najdłuższe pierwotne terminy wykupu obligacji komunalnych wyemitowanych w 2023 r. przez Kalisz, Jelenią Górę i gminę Wieleń wyniósł 20 lat. W 2023 r. największe emisje dłużnych papierów wartościowych przeprowadziły: Łódź (1,0 mld zł), Kraków (0,7 mld zł) oraz Poznań (540 mln zł).

³²⁰ Art. 11 pkt 8 ustawy z dnia 11 września 2019 r. Prawo zamówień publicznych (Dz.U. 2023 r., poz. 1605).

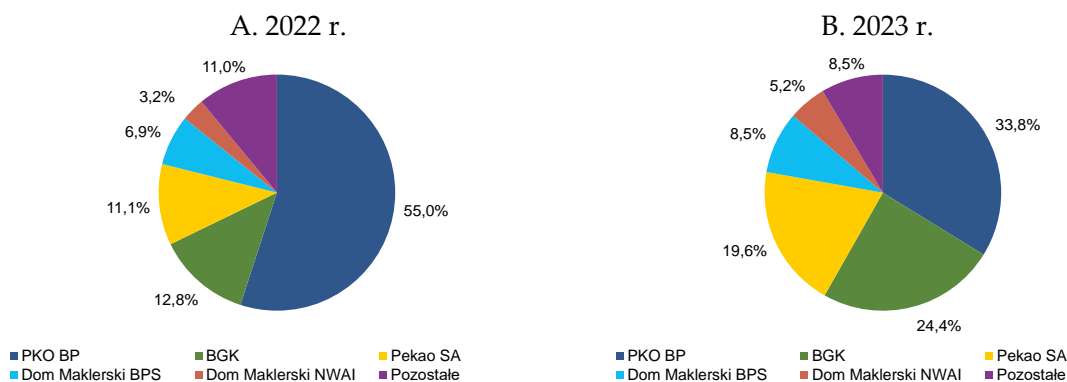
³²¹ Zgodnie z art. 9 ust. 1 ustawy z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych (Dz.U. z 2018 r., poz. 2500) relacja rocznej wartości spłat zobowiązań JST i kosztów ich obsługi do planowanych dochodów ogółem nie może przekraczać wskaźnika odpowiadającego średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich trzech lat albo siedmiu lat relacji dochodów bieżących (powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku i pomniejszonych o wydatki bieżące) do dochodów ogółem.

³²² Od 1 lipca 2019 r. istnieje wymóg dematerializacji i rejestracji w centralnym depozycie nowo emitowanych nieskarbowych papierów dłużnych.

Wśród obligacji komunalnych dominowały niezabezpieczone instrumenty o zmiennym oprocentowaniu. Z dostępnych danych wynika, że zazwyczaj podstawą dla określania kuponów odsetkowych serii tych instrumentów był wskaźnik referencyjny WIBOR 6M. Dla nielicznych serii tych papierów dłużnych kupony odsetkowe wyliczano na podstawie wskaźnika WIBOR 3M. W obrocie były dwie serie obligacji o stałym oprocentowaniu: Krakowa o wartości 200 mln zł oraz Zabrze o wartości 8 mln zł. Piętnaście miast (tj. o jedno mniej niż rok wcześniej) oraz trzy województwa miały w 2023 r. rating przyznany przez Fitch Ratings. Podmioty te wyemitowały obligacje o łącznej wartości 4,1 mld zł. Oznacza to, że w ujęciu wartościowym nieco ponad 10% obligacji komunalnych miało nadaną ocenę ratingową.

Z danych KDPW wynika, że w 2023 r. ponad połowa obligacji komunalnych (w ujęciu wartościowym) została wprowadzona na rynek pierwotny przez dwa duże banki zajmujące się obsługą JST (wykres 5.2.16). Trzy inne podmioty miały również istotne udziały w tym rynku. Agenci emisji w procesie negocjacji z JST zazwyczaj starali się dopasowywać warunki emisji obligacji do własnych preferencji.

Wykres 5.2.16. Agenci emisji obligacji komunalnych w 2022 i 2023 r.



Źródło: KDPW.

Rynek wtórny i inwestorzy

JST rzadko decydują się na wprowadzenie obligacji do obrotu na rynek zorganizowany, co ma związek z powszechnym obejmowaniem emisji przez banki oraz koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów. Na koniec 2023 r. 85% wszystkich obligacji komunalnych było przedmiotem obrotu wyłącznie na rynku OTC.

Płynność rynku wtórnego obligacjami komunalnymi w 2023 r. pozostała znikoma. Według danych KDPW na rynku OTC w 2023 r. zawarto około 300 transakcji bezwarunkowych wspomnianymi instrumentami o wartości prawie 900 mln zł (średnia dzienna wartość tych transakcji wyniosła około 3,6 mln zł). W analizowanym okresie zawarto również kilkanaście transakcji warunkowych (SBB/BSB) zabezpieczonych obligacjami komunalnymi o łącznej wartości niespełna 120 mln zł.

Wartość obligacji komunalnych będących przedmiotem obrotu na platformie Catalyst (na rynkach regulowanych organizowanych przez GPW i BondSpot) w 2023 r. wzrosła o ponad 40% i wyniosła 5,7 mld zł na koniec roku (tabela 5.2.10). Na rynku tym nie zadebiutowały nowe JST, a za wzrost wartości notowanych tam instrumentów odpowiadała aktywność emitentów, którzy już wcześniej byli tam obecni (przede wszystkim Krakowa).

Tabela 5.2.10. Obligacje komunalne notowane na rynkach regulowanych działających w ramach platformy Catalyst w 2022 i 2023 r.

Rynek	Wartość notowanych obligacji (mln zł) na koniec roku		Liczba emitentów na koniec roku		Wartość obrotów pakietowych i sesyjnych (mln zł)	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
GPW	2 471	4 335	32	22	2,9	0,5
Równoległe Bondspot i GPW	1 566	1 393	11	19	-	-

Uwaga: obligacje komunalne nie były notowane w ASO, transakcje tymi instrumentami finansowymi odbywały się tylko na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW.

Źródło: opracowano na podstawie danych Catalyst.

Na koniec grudnia na platformie Catalyst notowano 276 serii tych instrumentów dłużnych, z czego 69 znajdowało się w obrocie na obu rynkach. Największym emitentem obligacji pozostających w obrocie regulowanym był Kraków (prawie 2,5 mld zł). Innymi znacznymi emitentami notowanych obligacji komunalnych była Warszawa (400 mln zł), Wałbrzych (328 mln zł) oraz Siedlce (316 mln zł). Płynność rynku wtórnego obligacji komunalnych notowanych na platformie Catalyst była symboliczna. W 2023 r. na rynku regulowanym GPW zawarto 70 transakcji o łącznej wartości 0,5 mln zł (wobec prawie 2,6 mln zł rok wcześniej).

Na podstawie dostępnych danych można wnioskować, że na koniec 2023 r. udział banków krajowych w strukturze inwestorów na rynku obligacji komunalnych wyniósł około 85%. Udział funduszy inwestycyjnych na tym rynku można szacować na niecałe 9%, natomiast zakładów ubezpieczeń na niespełna 4%. Zainteresowanie obligacjami komunalnymi wśród wspomnianych niekredytowych instytucji finansowych od lat pozostaje niewielkie, przede wszystkim ze względu na zdominowaną przez banki krajowe strukturę nabywców tych instrumentów finansowych, niskie wartości poszczególnych serii emisji oraz znikomą płynność rynku wtórnego tych instrumentów.

5.2.2.4. Długoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez banki

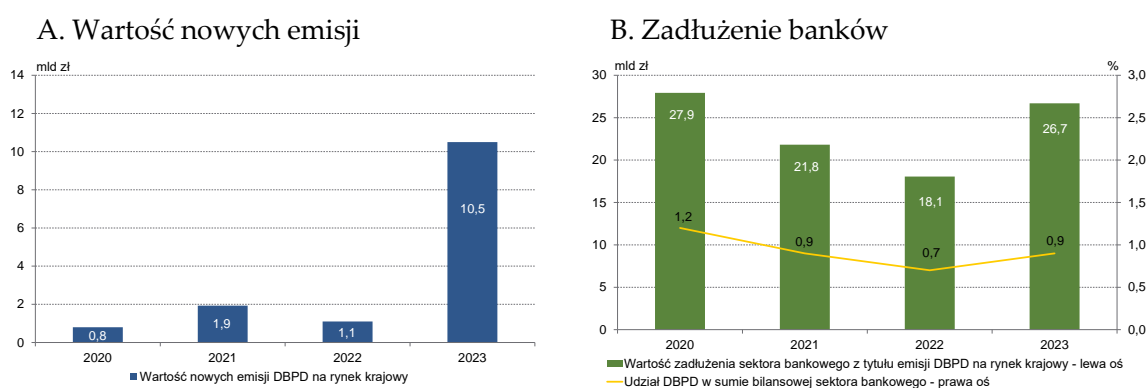
Długoterminowe bankowe papiery dłużne

Wielkość rynku

W 2023 r. po raz pierwszy od kilku lat wzrosły zobowiązania banków z tytułu emisji długoterminowych bankowych papierów dłużnych³²³ (DBPD). Dla większości banków działających w Polsce finansowanie za pośrednictwem DBPD miało jednak nadal niewielkie znaczenie. Udział tych instrumentów finansowych w pasywach sektora i banków emitentów (odpowiednio, 0,9% i 2,0% na koniec 2023 r.) był niski w porównaniu z sytuacją banków w strefie euro³²⁴. Głównym źródłem finansowania sektora bankowego pozostawały depozyty sektora niefinansowego.

W 2023 r. wartość nowych emisji długoterminowych bankowych papierów dłużnych na rynek krajowy była znacznie wyższa niż we wcześniejszych latach (wykres 5.2.17; lewy panel). Banki krajowe dążyły bowiem do spełnienia wymogu MREL i zwiększania, głównie przez emisje instrumentów dłużnych, zobowiązań kwalifikowalnych. Na rynek krajowy instytucje finansowe skierowały tylko około 25% wartości emisji.

Wykres 5.2.17. Emisje DBPD na rynek krajowy przeprowadzone przez banki krajowe w latach 2020–2023



Źródło: NBP.

W strukturze terminowej DBPD, w porównaniu z poprzednimi latami, zwiększył się udział emisji o pierwotnych terminach zapadalności do 5 lat (tabela 5.2.11). Instrumenty dłużne emitowane

³²³ W tym podrozdziale analizowane są długoterminowe bankowe papiery dłużne wyemitowane na rynku krajowym z wyłączeniem obligacji wyemitowanych przez BGK na rzecz funduszy celowych. Wartość zobowiązań sektora bankowego z tytułu emisji DBPD na rynek zagraniczny wynosiła około 55% wartości zobowiązań z tytułu emisji na rynek krajowy na koniec 2023 r., podczas gdy na koniec 2020 r. nie przekraczała 33%.

³²⁴ Na koniec 2023 r. wartość długoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez banki w strefie euro stanowiła około 11% sumy bilansowej sektora bankowego.

przez banki w celu pokrycia wymogu MREL miały zazwyczaj termin zapadalności 3–5 lat, a emisje na dłuższe terminy zdarzały się sporadycznie.

Tabela 5.2.11. Struktura terminowa zadłużenia banków krajowych z tytułu emisji DBPD w Polsce w latach 2020–2023 (w %, według stanu na koniec lat)

	2020	2021	2022	2023
Od 1 roku do 2 lat włącznie	3,1	12,1	5,6	7,0
Od 2 do 5 lat włącznie	45,1	30,2	24,2	47,0
Od 5 do 10 lat włącznie	35,8	37,2	50,4	33,6
Powyżej 10 lat	16,0	20,5	19,9	12,5

Uwaga: udziały nie sumują się do 100% ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: NBP.

Emisji długoterminowych papierów dłużnych na krajowym rynku dokonywały również zagraniczne instytucje kredytowe. Pozyskiwały one w ten sposób finansowanie w złotych, które następnie – w formie transferów wewnątrzgrupowych – mogły przekazać bankom-córkom działającym w Polsce. Wartość emisji przeprowadzanych przez zagraniczne instytucje kredytowe stopniowo spadała od 2018 r. Na koniec 2023 r. w KDPW zarejestrowane były emisje długoterminowych papierów dłużnych czterech instytucji kredytowych spoza Polski, w tym obligacje wyemitowane przez Europejski Bank Inwestycyjny (EBI). Wartość tych papierów stanowiła około 12% wartości DBPD wyemitowanych na rynku krajowym (tabela 5.2.12).

Tabela 5.2.12. Zadłużenie z tytułu emisji DBPD w Polsce w latach 2020–2023 w podziale według emitentów (w mld zł, według stanu na koniec lat)

	2020	2021	2022	2023
Banki krajowe	27,9	21,8	18,1	26,7
EBI	4,3	1,5	4,8	4,5
Banki zagraniczne	2,6	4,9	3,7	3,2
Ogółem	34,8	28,2	26,6	34,4

Źródło: NBP.

Ze względu na zmiany regulacyjne, w tym wejście w życie wymogu MREL, w nadchodzących latach można spodziewać się dalszego wzrostu podaży emisji DBPD. Jednak znalezienie popytu na takie papiery na rynku krajowym, jak również koszty tej formy finansowania działalności, mogą stanowić wyzwanie dla banków.

Rynek wtórny i inwestorzy

W przeciwieństwie do krótkoterminowych papierów dłużnych znaczna część DBPD była notowana na platformie Catalyst. Na koniec 2023 r. były tam przedmiotem obrotu obligacje o łącznej wartości 19,3 mld zł, co stanowiło około 72% zadłużenia banków krajowych z tytułu emisji tych instrumentów na rynku krajowym. Długoterminowe bankowe papiery dłużne znajdowały się głównie w bilansach funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz zakładów

ubezpieczeń, które pełniły rolę inwestorów pasywnych. Wartość obrotów tymi instrumentami w 2023 r. wyniosła niecałe 0,7 mld zł. Nie były dostępne szczegółowe informacje na temat wartości transakcji poza rynkiem zorganizowanym.

Listy zastawne

Wielkość rynku

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami listy zastawne w Polsce mogą być emitowane przez banki hipoteczne i Bank Gospodarstwa Krajowego³²⁵. W 2023 r. na krajowym rynku prowadziło działalność pięć banków hipotecznych, koncentrujących się głównie na finansowaniu nieruchomości mieszkaniowych (90% ich aktywów stanowiły kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych). Wartość aktywów banków hipotecznych na koniec 2023 r. stanowiła 1,2% aktywów sektora bankowego, a udzielone przez te banki kredyty mieszkaniowe stanowiły około 6,9% tych kredytów w całym sektorze bankowym. Konsekwencją niewielkich rozmiarów banków hipotecznych jest względnie małe znaczenie listów zastawnych w finansowaniu sektora bankowego w Polsce.

Głównym źródłem wzrostu sumy bilansowej banków hipotecznych w ostatnich latach były kredyty przeniesione z banku-matki. Banki hipoteczne w Polsce przeważnie nie udzielają kredytów mieszkaniowych, a jedynie kupują je od banku uniwersalnego działającego w grupie kapitałowej. Można szacować, że portfele wierzytelności z tytułu kredytów mieszkaniowych zabezpieczonych hipotecznie nabyte od banków-matek w latach 2017–2023 (łącznie 22 mld zł, w tym 5 mld zł w 2023 r.) na koniec analizowanego okresu stanowiły około 60% sumy bilansowej banków hipotecznych. W 2023 r., drugi rok z rzędu, zmniejszyła się podstawa emisji listów zastawnych (łączna wartość kredytów mieszkaniowych w bilansach banków hipotecznych wynosiła około 33,8 mld zł).

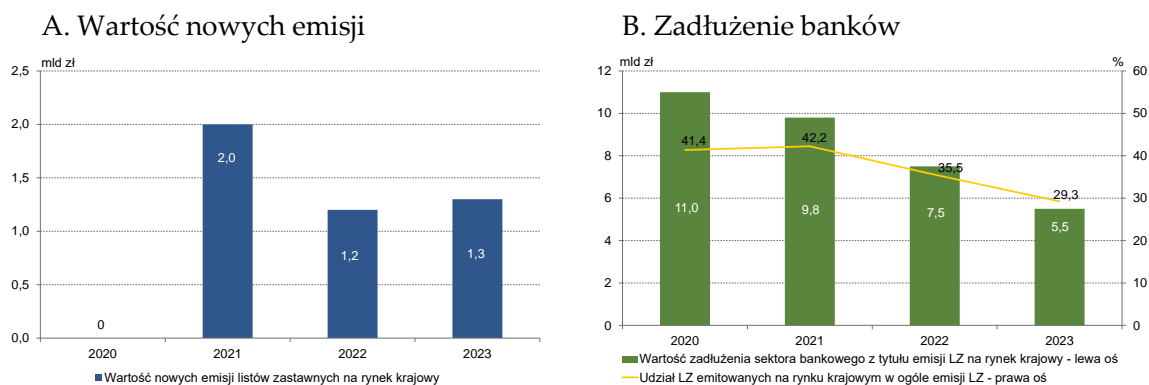
Wartość nowych emisji listów zastawnych na rynku krajowym nadal była niewielka i były to głównie emisje mające na celu rolowanie zapadających instrumentów (wykres 5.2.18). W efekcie wartość zobowiązań z tytułu emisji listów zastawnych na rynku krajowym w ostatnich latach systematycznie spadała i na koniec 2023 r. była o 55% niższa niż przed wybuchem pandemii COVID-19. Od początku 2017 r. systematycznie zwiększał się udział emisji na rynkach zagranicznych. Na koniec analizowanego okresu stanowił on około 71% wartości zobowiązań z tytułu wyemitowanych listów zastawnych.

W 2023 r. struktura terminowa zadłużenia z tytułu wyemitowanych listów zastawnych była zbliżona do obserwowanej w poprzednich latach (wykres 5.2.19 lewy panel). W długim okresie można jednak zaobserwować stopniowe wydłużanie średniego terminu zapadalności nowych emisji. Na koniec grudnia 2023 r. około 82% listów zastawnych stanowiły emisje o pierwotnym terminie wykupu powyżej 5 lat, podczas gdy na koniec 2010 r. było to zaledwie 15%. Zdecydowana

³²⁵ Do tej pory BGK nie wyemitował jeszcze żadnej transzy listów zastawnych.

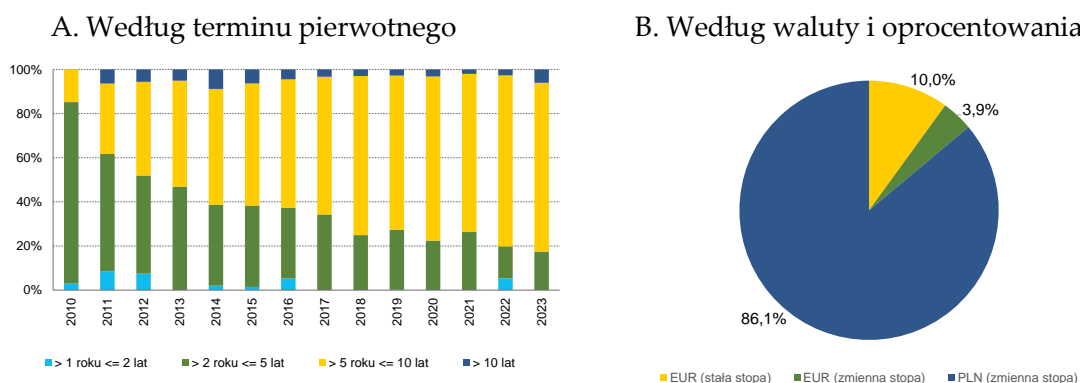
większość listów zastawnych miała zmienne oprocentowanie, bez względu na walutę, w której były nominowane (wykres 5.2.19 prawy panel).

Wykres 5.2.18. Emisje listów zastawnych na rynek krajowy przeprowadzone przez banki w latach 2020–2023



Źródło: NBP.

Wykres 5.2.19. Struktura zobowiązań banków hipotecznych z tytułu wyemitowanych listów zastawnych na koniec 2023 r.



Źródło: NBP oraz raporty zabezpieczeń listów zastawnych poszczególnych banków hipotecznych.

Rynek wtórny i inwestorzy

W 2023 r., podobnie jak w poprzednich latach, płynność rynku wtórnego listów zastawnych była znikoma. Na platformie Catalyst zawarto jedynie dwie transakcje tymi instrumentami o łącznej wartości około 0,5 mln zł. Głównymi nabywcami listów zastawnych były, podobnie jak dotychczas, banki (głównie podmioty dominujące w ramach grup kapitałowych) oraz fundusze inwestycyjne i emerytalne.

5.2.2.5. Obligacje przedsiębiorstw³²⁶

Wielkość rynku

Rola obligacji w finansowaniu działalności krajowych przedsiębiorstw pozostaje niewielka. Zdecydowana większość spółek działających w Polsce realizuje inwestycje ze środków własnych lub z wykorzystaniem leasingu, a na emisje papierów dłużnych decydują się nieliczne przedsiębiorstwa mające zazwyczaj doświadczenie w funkcjonowaniu na rynku kapitałowym. Z danych KDPW wynika, że na koniec 2023 r. zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji na rynku krajowym spadło do 72,9 mld zł³²⁷, w tym przedsiębiorstw niefinansowych do około 60,5 mld zł (tabela 5.2.13). Na koniec grudnia 2023 r. w obiegu znajdowały się prawie trzy tysiące serii DPDP wyemitowanych przez 730 podmiotów.

Tabela 5.2.13. Zadłużenie z tytułu DPDP oraz wartość nowych emisji w latach 2020–2023 (w mld zł)

	2020	2021	2022	2023
Wartość zadłużenia	85,5	86,5	79,8	72,9
w tym: przedsiębiorstw niefinansowych	77,3	77,2	66,5	60,5
DPDP pozostające w obrocie zorganizowanym	21,7	24,8	23,0	26,0
w tym: przedsiębiorstw niefinansowych	19,3	22,5	21,0	21,0
Wartość nowych emisji	12,6	16,1	9,7	19,1
w tym: trybie oferty prospektowej	0,4	0,3	0,8	0,8

Uwaga: dane są prezentowane według klasyfikacji ESA 2010.

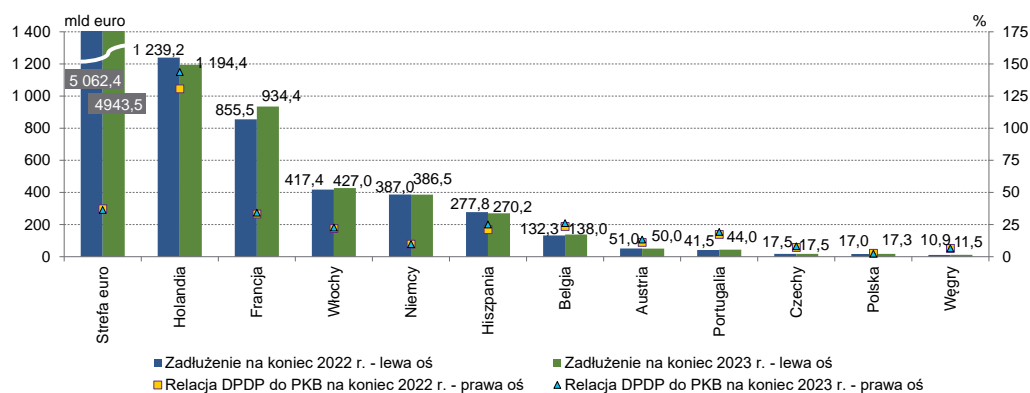
Źródło: oszacowano na podstawie danych KDPW, RZE, KNF, Catalyst.

Relacja zadłużenia z tytułu obligacji przedsiębiorstw do PKB Polski w 2023 r. zmniejszyła się do 2,1% (z 2,6% w 2022 r.). W strefie euro relacja ta wynosiła około 35%, przy czym stopień rozwoju rynków tych papierów dłużnych w poszczególnych krajach UE był mocno zróżnicowany (wykres 5.2.20).

³²⁶ Krajowy rynek obligacji przedsiębiorstw obejmuje obligacje emitowane w Polsce przez następujące kategorie podmiotów (według klasyfikacji ESA 2010): przedsiębiorstwa niefinansowe, pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego (z wyjątkiem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych), pomocnicze instytucje finansowe oraz instytucje finansowe typu *captive*, a także udzielające pożyczek. Na potrzeby niniejszego opracowania krajowy rynek długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw obejmuje obligacje emitowane także przez podmioty sektora prywatnego, które zgodnie z ESA 2010 są zaliczane do sektora instytucji samorządowych, tj. np. spółki komunalne powoływane przez JST. Używane w dalszej części rozdziału pojęcie przedsiębiorstwa odnosi się do wymienionych kategorii podmiotów. W niniejszym rozdziale określenia „DPDP” i „obligacje przedsiębiorstw” są stosowane wymiennie.

³²⁷ Oszacowane zadłużenie z tytułu DPDP nie uwzględnia wartości gwarantowanych przez Skarb Państwa emisji obligacji PFR, który zgodnie z klasyfikacją ESA 2010 jest zaliczany do pomocniczych instytucji finansowych, ani emisji obligacji SKOK-ów. W tym szacunku nie uwzględniono obligacji o wartości 2,3 mld zł wyemitowanych przez duży zakład ubezpieczeń. Oszacowanie nie obejmuje także wartości obligacji wyemitowanych przez Podmiot Zarządzający Aktywami.

Wykres 5.2.20. Wartość zadłużenia z tytułu DPDP w wybranych krajach UE oraz jego relacja do PKB na koniec 2022 i 2023 r.



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu emisji DPDP w Polsce przeliczono według średnich kursów EUR/PLN na koniec 2022 i 2023 r. (odpowiednio 4,6899 i 4,3480). Wartości za 2022 r. różnią się od zamieszczonych w poprzedniej edycji opracowania ze względu na korekty danych publikowanych przez EBC.

Źródło: opracowano na podstawie danych Statistical Data Warehouse EBC, Eurostat i NBP.

Z danych KDPW wynika, że w 2023 r. 163 przedsiębiorstwa krajowe wyemitowały 324 serie obligacji o wartości 19,1 mld zł. Wartość nowych emisji była więc ponad dwukrotnie wyższa niż w 2022 r., do czego przyczyniły się pojedyncze duże emisje: koncernu medialno-telekomunikacyjnego (o wartości 3,9 mld zł³²⁸), spółki leasingowej z grupy bankowej (1,6 mld zł) oraz spółki telekomunikacyjnej (1,2 mld zł). Prawie 30% wyemitowanych w 2023 r. DPDP stanowiły obligacje przedsiębiorstw z branży usług finansowych (przede wszystkim spółek leasingowych oraz zajmujących się obrotem wierzytelnościami), ponad 25% papiery dłużne spółek deweloperskich, a około 7,5% – spółek komunalnych. Duże krajowe koncerny energetyczne, które odpowiadają za znaczną część zadłużenia z tytułu emisji DPDP, nie przeprowadziły w 2023 r. emisji obligacji.

W 2023 r. relatywnie dobra sytuacja finansowa polskich przedsiębiorstw pozwalała im korzystać z własnych środków, szczególnie w okresie zwiększonej niepewności w otoczeniu gospodarczym. W analizowanym okresie zysk netto krajowych przedsiębiorstw wyniósł 287,6 mld zł przy nakładach inwestycyjnych na poziomie 252,2 mld zł³²⁹.

Średnia wartość wyemitowanej serii DPDP w 2023 r. była dwukrotnie wyższa niż rok wcześniej i wyniosła 60 mln zł (w podobnej skali zwiększyła się mediana wartości serii obligacji – do 18 mln zł). W analizowanym okresie 31 spółek wyemitowało 43 serie DPDP nominowanych w euro, łącznie o równowartości około 1,0 mld zł. Spółki uplasowały też pojedyncze serie obligacji

³²⁸ Wspomniany koncern medialny zaoferował w 2022 r. obligacje o wartości prawie 2,7 mld zł, jednak rejestracja tych papierów dłużnych w KDPW nastąpiła już na początku stycznia 2023 r.

³²⁹ Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2023 r., raport GUS dostępny pod linkiem: <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/wyniki-finansowe-przedsiębiorstw-w-2023-roku,40,5.html>.

nominowanych w innych walutach (tj. USD, CHF oraz GBP). Średni pierwotny termin zapadalności DPDP wprowadzonych na rynek w 2023 r. wynosił około 4,5 roku. Najdłuższy pierwotny termin zapadalności obligacji wyemitowanych w analizowanym okresie wyniósł 19 lat.

Struktura rynku

Większość krajowych przedsiębiorstw nie była zainteresowana pozyskiwaniem finansowania z rynku kapitałowego. Emisje obligacji na rynku długu przeprowadzały zazwyczaj duże przedsiębiorstwa, posiadające odpowiednie zasoby i doświadczenie na rynku kapitałowym, których akcje często były już wcześniej notowane na rynku zorganizowanym. Wśród tych podmiotów przeważały spółki z zaledwie kilku branż: koncerny energetyczne, deweloperzy, spółki telekomunikacyjne oraz finansowe (przede wszystkim leasingowe i faktoringowe należące do dużych grup bankowych, a także spółki windykacyjne). Spółki leasingowe i faktoringowe zazwyczaj emitowały obligacje na okres do dwóch lat i często były one kierowane do innych podmiotów należących do tej samej grupy kapitałowej. Natomiast aktywne na tym rynku spółki komunalne emitowały obligacje o podobnej charakterystyce do papierów komunalnych. Stanowiły one alternatywę dla kredytu, emisje były dzielone na wiele serii o niewielkich wartościach oraz często nabywane na rynku pierwotnym przez banki pełniące funkcje agentów.

W efekcie krajowy rynek obligacji przedsiębiorstw charakteryzuje się ograniczoną dywersyfikacją branżową emitentów oraz dużą segmentacją. Na koniec 2023 r. wartość obligacji wyemitowanych przez kilka spółek energetycznych i wydobywczych spadła do niespełna 20,0 mld zł (ponad 25% rynku). DPDP wyemitowane przez spółki deweloperskie i finansowe odpowiadały za około 15% wartości tego rynku, natomiast spółki komunalne, podobnie jak spółki z branży telekomunikacyjnej, za około 10%.

Na koniec 2023 r. ponad 1,1 tys. serii obligacji przedsiębiorstw o wartości 52,3 mld zł (tj. ponad 6,0 mld zł więcej niż rok wcześniej) było zdematerializowanych w KDPW. Stanowiło to w ujęciu wartościowym ponad 75% rynku tych papierów dłużnych. Od 2019 r. odsetek ten systematycznie rósł ze względu na obowiązek rejestrowania w KDPW wszystkich nowych emisji obligacji. Poza KDPW były zarejestrowane DPDP o wartości 20,5 mld zł, wśród których dominowały duże emisje sprzed 2019 r. przeprowadzone przez koncerny energetyczne (o wartości prawie 10,0 mld zł) oraz dzielone na wiele serii emisje spółek komunalnych (o wartości ponad 3,0 mld zł). Emitenci tych papierów dłużnych nie byli z reguły zainteresowani rejestrowaniem tych DPDP w centralnym depozycie z uwagi na ich nierynkowy charakter i związane z tą rejestracją koszty.

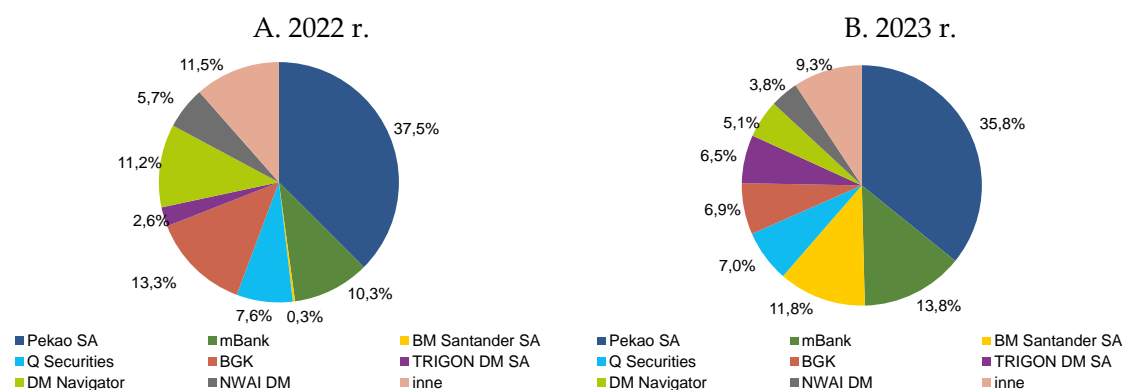
Zdecydowana większość obligacji przedsiębiorstw była nominowana w złotych. Na koniec 2023 r. zadłużenie z tytułu nominowanych w euro obligacji wyemitowanych przez około 70 spółek stanowiło równowartość około 4,4 mld zł. Wartość nielicznych serii DPDP nominowanych w USD wyniosła niespełna 300 mln zł. W innych walutach wyemitowano pojedyncze serie obligacji przedsiębiorstw. Z dostępnych danych wynika, że podstawą określania kuponów odsetkowych prawie 90% (pod względem wartości) nominowanych w złotych obligacji przedsiębiorstw były wskaźniki referencyjne WIBOR 3M oraz WIBOR 6M. Na koniec 2023 r. wartość zarejestrowanych

w KDPW obligacji o stałym oprocentowaniu wyniosła 5,5 mld zł, co stanowiło około 12% wszystkich nominowanych w złotych DPDP zarejestrowanych w centralnym depozycie.

Z danych KDPW wynika również, że w przypadku DPDP wyemitowanych w 2023 r. o wartości 7,3 mld zł ustanowiono zabezpieczenie (tj. niespełna 40% nowych emisji w ujęciu wartościowym). Wartość zabezpieczonych obligacji przedsiębiorstw zarejestrowanych w KDPW na koniec 2022 r. wyniosła około 20,8 mld zł, co również stanowiło około 40% wartości DPDP zdematerializowanych w centralnym depozycie. Z fragmentarycznych danych o DPDP niezarejestrowanych w KDPW można wnioskować, że zdecydowanie rzadziej były na nich ustanawiane zabezpieczenia. Tylko nieliczne przedsiębiorstwa były zainteresowane uzyskaniem ratingu dla emitowanych obligacji. Decydowały się na to zazwyczaj duże podmioty, pozyskujące środki w ramach emisji obligacji o znacznej wartości, wprowadzanych na rynek zorganizowany.

Przedsiębiorstwa nieco częściej niż dotychczas plasowały obligacje na rynku pierwotnym na podstawie prospektów. W 2023 r. 11 emitentów, głównie deweloperzy oraz podmioty z branży usług finansowych, przeprowadziło 32 publiczne oferty obligacji na podstawie zatwierdzonych przez KNF prospektów emisyjnych. Łączna wartość tych ofert wyniosła niespełna 1,2 mld zł (wobec 0,8 mld zł w 2022 r.). Spośród nich 29 emisji obligacji było nominowanych w złotych, a pozostałe trzy w euro. W przypadku obligacji nominowanych w złotych dla 18 emisji stopą bazową był WIBOR 3M, a dla 11 emisji WIBOR 6M; marża wynosiła od 3,1% do 6,0%³³⁰.

Wykres 5.2.21. Agenci emisji obligacji przedsiębiorstw w 2022 i 2023 r.



Uwaga: dane na wykresie nie obejmują emisji przeprowadzanych w grupach bankowych.

Źródło: KDPW.

Funkcję agenta emisji obligacji pełniły głównie banki o ugruntowanej pozycji w segmencie bankowości korporacyjnej oraz niektóre domy maklerskie (wykres 5.2.21). Do podpisania umowy z firmą inwestycyjną albo bankiem na wykonywanie funkcji agenta emisji są zobowiązani emitenci obligacji, którzy nie zamierzają ubiegać się o ich dopuszczenie do obrotu na rynku

³³⁰ Rynek ofert publicznych akcji w Polsce i na świecie oraz rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce w 2023 roku, raport KNF dostępny pod linkiem https://www.knf.gov.pl/?articleId=89066&p_id=18.

zorganizowanym. Jeżeli emitent zamierza wprowadzić wspomniane instrumenty finansowe do obrotu na rynku regulowanym lub w ASO, to pośrednictwo agenta emisji jest opcjonalne.

Rynek wtórny i inwestorzy

Na koniec 2023 r. w obrocie poza rynkiem zorganizowanym znajdowała się większość DPDP (o wartości prawie 47 mld zł). Obrót obligacjami na rynku OTC organizowały zazwyczaj banki i domy maklerskie zajmujące się obsługą emisji. W przypadku obligacji, które były zdematerializowane w banku pełniącym funkcję depozytariusza, grono potencjalnych uczestników rynku wtórnego było najczęściej ograniczone do klientów tego banku, co przekładało się na znikomą płynność rynku wtórnego tych papierów dłużnych. Z danych KDPW wynika, że wśród obligacji zarejestrowanych w KDPW przedmiotem obrotu na większą skalę były jedynie nieliczne serie obligacji wyemitowane przez duże, rozpoznawalne spółki.

Wartość nominalna obligacji przedsiębiorstw notowanych na platformie Catalyst wzrosła do 26 mld zł³³¹, w tym prawie 21 mld zł stanowiły papiery dłużne przedsiębiorstw niefinansowych (tabela 5.2.14). Na rynkach funkcjonujących w ramach tej platformy były notowane obligacje 64 emitentów, wśród których liczną grupę stanowiły spółki deweloperskie oraz energetyczne. Na tym rynku notowane były przede wszystkim duże emisje: dziesięciu emitentów wprowadziło do obiegu na Catalyst obligacje o wartości co najmniej 1 mld zł, a ich łączna wartość wyniosła prawie 18 mld zł. W 2023 r. zadebiutowało na ASO GPW sześciu emitentów³³², którzy wprowadzili do obrotu obligacje o łącznej wartości niespełna 96 mln zł.

Tabela 5.2.14. Obligacje przedsiębiorstw na platformie Catalyst w latach 2022–2023

Rynek		Wartość notowanych obligacji (mld zł) na koniec roku		Liczba emitentów na koniec roku		Wartość obrotów pakietowych i sesyjnych (mln zł)	
		2022	2023	2022	2023	2022	2023
ASO	Tylko BondSpot	0,1	0,0	1	0	-	0,2
	Tylko GPW	14,3	17,7	44	57	1 186	1 203
	Równoległe Bondspot i GPW	6,7	5,8	16	5	-	-
Rynek regulowany	Tylko BondSpot	0,0	0,0	0	0	-	-
	Tylko GPW	1,8	2,5	13	13	287	388
	Równoległe Bondspot i GPW	0,0	0,0	0	0	-	-

Źródło: opracowano na podstawie danych Catalyst.

Płynność zorganizowanego rynku wtórnego DPDP była znikoma. Średnia dzienna wartość transakcji tymi instrumentami na platformie Catalyst w 2023 r. nie zmieniała się istotnie w stosunku

³³¹ Na platformie Catalyst w segmencie obligacji korporacyjnych oprócz obligacji emitowanych przez banki krajowe o wartości 19,8 mld zł, były również notowane obligacje dużego zakładu ubezpieczeń o wartości 2,3 mld zł.

³³² Od lipca 2021 r. debiutujące na platformie Catalyst serie obligacji korporacyjnych mogą być notowane tylko na rynkach prowadzonych przez GPW (rynku regulowanym i ASO). Nowe rozwiązanie ma docelowo doprowadzić do uproszczenia struktury platformy Catalyst.

do poprzedniego roku i wyniosła nieco powyżej 6 mln zł. Transakcje zawierano prawie wyłącznie w segmentach detalicznych organizowanych przez GPW. Około połowy obrotów na tej platformie stanowiły transakcje piętnastoma seriami obligacji. W przypadku 40 serii obligacji (na 270 notowanych w 2023 r. na platformie Catalyst) nie odnotowano żadnych obrotów. Transakcje zawierane na tym rynku były rozliczane przez KDPW_CCP, a ich rozrachunek odbywał się w KDPW. W 2023 r. tylko jedna seria obligacji przedsiębiorstw notowanych na platformie Catalyst o wartości 12,7 mln zł nie została wykupiona w terminie.

Z dostępnych danych wynika, że najważniejszymi grupami inwestorów na rynku DPDP były fundusze inwestycyjne. Na koniec 2023 r. miały one około 35% tych papierów dłużnych, natomiast banki – około 30%. Udział przedsiębiorstw w tej strukturze zmniejszył się kolejny rok z rzędu i na koniec 2023 r. wyniósł niespełna 10%. Prawie 10% krajowych obligacji przedsiębiorstw posiadały także podmioty zagraniczne oraz fundusze emerytalne. Z kolei DPDP zarejestrowane w KDPW – jak wynika z danych SHS – były nabywane przede wszystkim przez fundusze inwestycyjne, które na koniec 2023 r. posiadały prawie 35% tych papierów dłużnych. W portfelach banków znajdowało się niespełna 20% takich instrumentów, a inwestorów indywidualnych – 13% tych obligacji. Z kolei nierezydenci na koniec 2023 r. posiadali 12% DPDP zarejestrowanych w KDPW.

5.2.3. Rynek instrumentów udziałowych

Rynek instrumentów udziałowych w Polsce obejmuje: akcje, prawa do akcji (PDA)³³³, prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne, tytuły uczestnictwa funduszy ETF oraz instrumenty ETC. W 2023 r. wspomniane rodzaje instrumentów finansowych były przedmiotem obrotu na rynkach prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie: Głównym Rynku GPW (rynek regulowany organizowany w podziale na dwa segmenty: podstawowy i równoległy), NewConnect (ASO) oraz GlobalConnect (ASO). Podobnie jak w poprzednich latach, obroty instrumentami udziałowymi na tych rynkach były skoncentrowane na rynku regulowanym, na którym pod względem wartości zawarto 99,2% transakcji.

Łączna kapitalizacja obu rynków akcji organizowanych przez GPW³³⁴ na koniec 2023 r. wyniosła 1 453,1 mld zł i była większa o 28,7% w porównaniu z końcem 2022 r. Relacja kapitalizacji spółek krajowych do PKB wzrosła na koniec analizowanego okresu do 22,7% (z 19,2% w poprzednim roku). Ponownie spadła liczba emitentów akcji notowanych na Głównym Rynku GPW oraz NewConnect (wykres 5.2.22). Liczba debiutujących spółek na obu tych rynkach wyniosła 24, czyli tyle samo, co w poprzednim roku. Tendencje obserwowane w ostatnich latach wskazują,

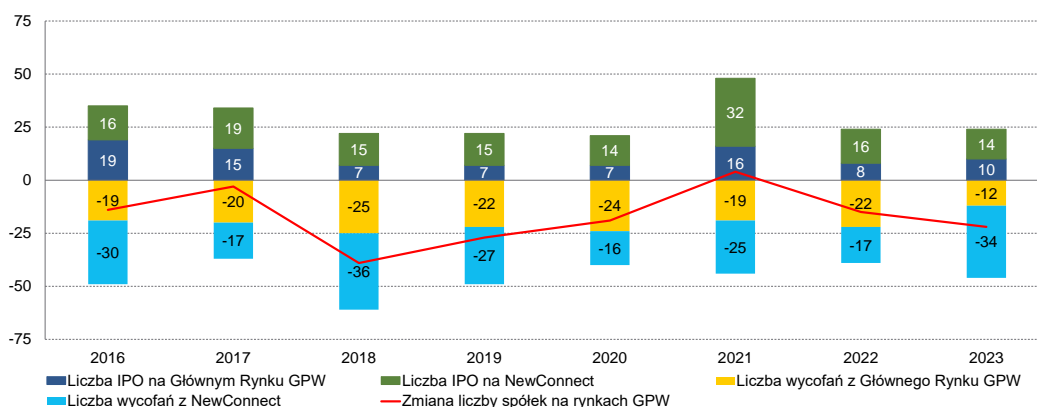
³³³ W dalszej części rozdziału statystyki dotyczące rynku akcji obejmują również PDA.

³³⁴ Łączne analizy rynków akcji prowadzonych przez GPW nie uwzględniają rynku GlobalConnect ze względu na bardzo niską wartość obrotów na tym ASO oraz notowanie na nim wyłącznie zagranicznych spółek, dla których GPW nie jest główną giełdą.

że znaczenie giełdy papierów wartościowych w krajowym systemie finansowym, w tym jako źródła finansowania polskich przedsiębiorstw, pozostaje niewielkie.

W krajach o rozwiniętych systemach finansowych rynek regulowany oraz ASO są najczęściej organizowane przez ten sam podmiot i łącznie uwzględniane w statystykach giełd, w ramach których funkcjonują. Z tego względu przedstawione porównania GPW z giełdami w innych krajach uwzględniają łącznie Główny Rynek GPW i NewConnect. Pod względem kapitalizacji oraz wartości transakcji GPW zalicza się do średnich giełd w UE. Wycena rynkowa spółek notowanych na GPW oraz wartość obrotów ich akcjami były kilkadziesiąt razy mniejsze w porównaniu z największymi giełdami europejskimi (Euronext, LSE), ale jednocześnie były one większe niż na innych rynkach Europy Środkowo-Wschodniej (tabela 5.2.15).

Wykres 5.2.22. Zmiana liczby spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i NewConnect w latach 2016–2023



Uwaga: liczba IPO na Głównym Rynku GPW oraz liczba wycofań z NewConnect na wykresie uwzględniają spółki, które przeszły z NewConnect na Główny Rynek GPW.
Źródło: GPW.

Cechą charakterystyczną rynków organizowanych przez GPW jest utrzymywanie w obrocie papierów wartościowych relatywnie dużej liczby podmiotów o niewielkiej kapitalizacji. Według danych World Federation of Exchanges (WFE) średnia wartość spółki krajowej w 2023 r. na GPW wzrosła do 281,5 mln USD (z 191,0 mln USD), ale wciąż była ośmiokrotnie mniejsza niż średnia kapitalizacja spółki notowanej na pozostałych giełdach w UE (2 239,2 mln USD)³³⁵. W 2023 r. na większości giełd europejskich odnotowano wyraźny wzrost kapitalizacji spółek krajowych, pomimo ogólnego spadku liczby notowanych na nich podmiotów.

³³⁵ Podana wartość dotyczy rynków z UE ujętych w tabeli 5.2.15 z pominięciem GPW.

Tabela 5.2.15. Główne wskaźniki wybranych giełd europejskich w latach 2020–2023

Giełda ¹	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
	Kapitalizacja spółek krajowych (mld USD)				Liczba notowanych spółek ²			
Athens Stock Exchange	51,0	59,2	59,0	81,3	176	160	159	158
BME Spanish Exchanges	759,2	775,6	665,5	769,6	2 738	2 585	1 498	801
Budapest Stock Exchange	28,0	31,6	23,9	38,9	45	50	63	67
Deutsche Boerse	2 284,1	2 503,0	1 889,7	2 178,1	485	493	481	433
Euronext Group	5 443,9	7 333,7	6 064,5	6 889,0	1 493	1 995	1 966	1 924
GPW	177,5	197,4	147,7	211,7	806	810	794	772
NASDAQ Nordic and Baltics	2 110,4	2 557,4	1 856,7	2 119,6	1 071	1 236	1 251	1 221
Vienna Stock Exchange	132,1	162,9	123,1	138,6	809	873	864	855
LSE Group ³	4 045,6	3 799,5	3 096,0	3 053,2	2 347	1 988	1 954	1 517
SIX Swiss Exchange	2 001,6	2 327,7	1 830,5	2 044,7	265	232	259	222
	Średnia dzienna wartość transakcji (mln USD)				Wskaźnik obrotu akcjami spółek krajowych (%) ⁴			
Athens Stock Exchange	69,4	68,4	77,8	120,9	32,3	27,8	31,6	35,7
BME Spanish Exchanges	1 939,9	1 563,7	1 413,3	1 264,0	64,5	51,4	54,5	40,9
Budapest Stock Exchange	45,0	34,3	37,3	27,5	40,4	27,4	39,4	17,8
Deutsche Boerse	8 708,6	7 401,5	5 989,5	4 460,8	79,4	60,2	67,8	47,3
Euronext Group	10 419,5	10 825,8	11 243,0	11 102,5	49,1	37,7	47,1	36,8
GPW	333,9	314,0	262,5	281,4	47,0	39,6	44,4	33,0
NASDAQ Nordic and Baltics	4 310,9	4 339,9	3 609,2	2 988,4	49,7	41,2	47,4	34,4
Vienna Stock Exchange	166,0	163,5	151,1	118,1	30,1	21,6	30,4	19,4
LSE Group ³	8 794,9	7 287,0	7 835,4	6 757,5	50,3	43,3	56,2	36,2
SIX Swiss Exchange	5 249,0	3 659,9	3 426,2	3 083,1	65,3	36,7	47,3	37,6

¹ Rynki spoza UE oznaczono kursywą.

² Zgodnie z informacją podaną przez WFE liczba notowanych spółek obejmuje spółki krajowe i zagraniczne z wyłączeniem funduszy inwestycyjnych.

³ Wartości wskaźników w 2023 r. dla LSE Group zostały obliczone na podstawie danych dostępnych na stronie tej giełdy. Ze względu na brak dostatecznie szczegółowych danych prezentowane wartości tych wskaźników mają charakter przybliżony. Wskaźniki kapitalizacji spółek krajowych, liczby notowanych spółek i obrotu akcjami spółek krajowych bazują na danych jednostkowych dla LSE i nie uwzględniają funduszy inwestycyjnych notowanych na tej giełdzie.

⁴ Wskaźnik obrotu akcjami spółek krajowych jest liczony jako suma relacji rocznych obrotów akcjami spółek krajowych do kapitalizacji tych spółek na koniec roku.

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

Źródło: WFE, LSE, GPW.

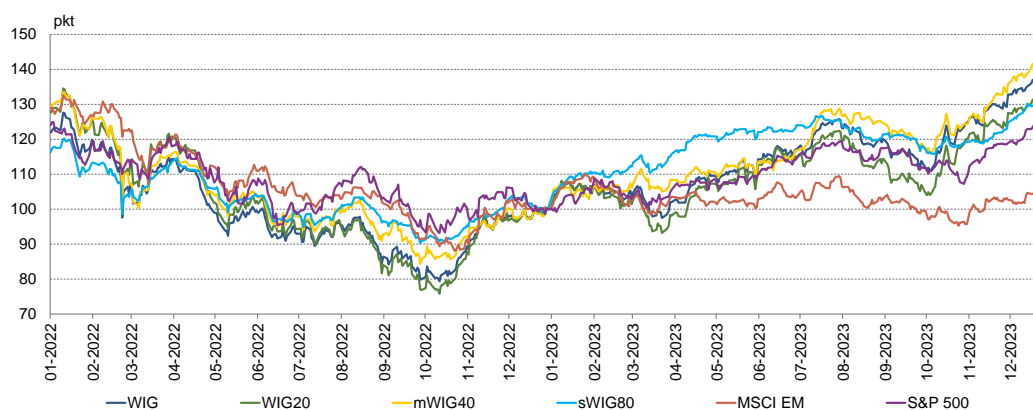
Na koniec 2023 r. wartość akcji spółek krajowych pozostających w wolnym obrocie (*free float*) stanowiła prawie połowę kapitalizacji na Głównym Rynku GPW oraz jedną czwartą kapitalizacji na rynku NewConnect, tj. niezmiennie znacznie mniej niż na innych giełdach europejskich. Duża część tych instrumentów znajdowała się bowiem w posiadaniu podmiotów o długim horyzoncie inwestycyjnym (np. Skarbu Państwa, inwestorów strategicznych, funduszy emerytalnych). Ponadto obrót akcjami niewielkich podmiotów był często istotnie mniejszy niż instrumentami udziałowymi dużych spółek, co wynikało m.in. z niewspółmiernych do ich rozmiarów kosztów

analizy finansowej i ograniczeń inwestycyjnych natury prawnej (np. maksymalnego udziału w kapitale zakładowym spółki) obowiązujących inwestorów instytucjonalnych.

Wielkość Głównego Rynku GPW

W 2023 r. na rozwój Głównego Rynku GPW w dużym stopniu oddziaływały tendencje na światowych rynkach akcji, gdzie silnie wzrosły ceny instrumentów udziałowych (wykres 5.2.23). W ostatnich miesiącach analizowanego okresu nastroje na światowych rynkach finansowych poprawiły się w związku z rosnącymi oczekiwaniami inwestorów na obniżki stóp procentowych oraz polepszenie koniunktury gospodarczej. Ponadto napięcia geopolityczne, w tym wojna wywołana agresją Rosji na Ukrainę oraz eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, jedynie w ograniczony sposób wpływały w 2023 r. na decyzje inwestycyjne uczestników rynku. W tych poprawiających się warunkach, które przeważały nad obawami o recesję, wielu inwestorów było zainteresowanych nabywaniem instrumentów udziałowych.

Wykres 5.2.23. Wybrane indeksy giełdowe w latach 2022–2023



Uwaga: szeregi zostały znormalizowane do 100 pkt na 31 grudnia 2022 r.

Źródło: Bloomberg.

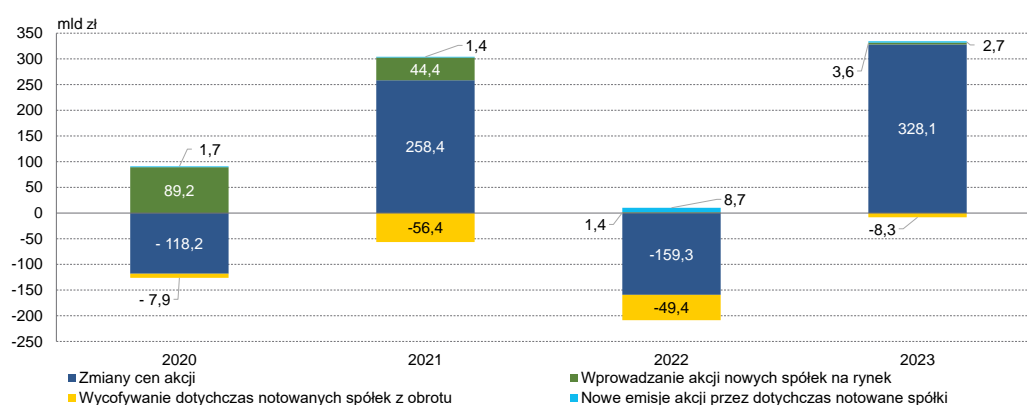
Zatrzymanie rosyjskiej ofensywy w Ukrainie wpływało na poprawę nastrojów inwestycyjnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, a wzrosty cen akcji notowanych na rynku krajowym były istotnie silniejsze niż na największych giełdach światowych. W 2023 r. indeks WIG wzrósł o 36,5%, natomiast indeks S&P500 o 24,2%, DAX o 20,3%, a CAC40 o 16,5%.

Wartość rynkowa spółek krajowych i zagranicznych, których akcje znajdowały się w obrocie na Głównym Rynku GPW, w tym na zasadzie *dual listing*, wzrosła w analizowanym okresie o 29,3% w porównaniu z poprzednim rokiem i na koniec 2023 r. wyniosła rekordowe 1 440,3 mld zł (tabela 5.2.16). Wartość rynkowa spółek krajowych także osiągnęła najwyższy w historii poziom 760,2 mld zł, na co wpływ miał prawie wyłącznie wzrost cen akcji notowanych podmiotów (wykres 5.2.24).

Tabela 5.2.16. Podstawowe wskaźniki Głównego Rynku GPW w latach 2020–2023

	2020	2021	2022	2023
Kapitalizacja na koniec roku (w mld zł)	1 068,7	1 312,7	1 114,2	1 440,3
- w tym spółek krajowych	538,8	701,2	574,7	760,2
Relacja kapitalizacji spółek krajowych na koniec roku do PKB (%)	23,0	26,7	18,7	22,3
Liczba spółek na koniec roku	433	430	415	413
- w tym liczba spółek zagranicznych	49	47	44	42
Liczba IPO	7	16	8	10
Wartość IPO (w mld zł)	9,6	9,2	0,0	0,4
Liczba spółek wycofanych z obrotu	24	19	22	12
Wskaźnik <i>free float</i> na koniec roku (%)	49,4	48,5	48,9	49,8
Stopa zwrotu z indeksu WIG (%)	-1,4	21,5	-17,1	36,5
Liczba rachunków papierów wartościowych na koniec roku (w tys.)	1 329,5	1 374,4	1 604,7	1 728,2

Źródło: GPW, GUS.

Wykres 5.2.24. Dekompozycja zmian kapitalizacji Głównego Rynku GPW w latach 2020–2023

Uwaga: z powodu braku danych nie wyodrębniono akcji skupionych w celu umorzenia – potencjalny efekt takich operacji uwzględniony został w kategorii „zmiany cen akcji”.

Źródło: opracowano na podstawie danych GPW.

Najwyższą stopę zwrotu wśród głównych indeksów warszawskiej giełdy osiągnął WIGdiv (obejmujący spółki regularnie wypłacające dywidendę), który w 2023 r. zwiększył się o 42,0%. Niewiele mniejsze wzrosty odnotowano w przypadku indeksu średnich spółek mWIG40 oraz szerokiego indeksu WIG140, których stopy zwrotu ukształtowały się na poziomie, odpowiednio, 39,3% i 37,1%. Nieco niższe przyrosty wartości miały miejsce w przypadku indeksów sWIG80 (30,9%) oraz WIG20 (30,8%).

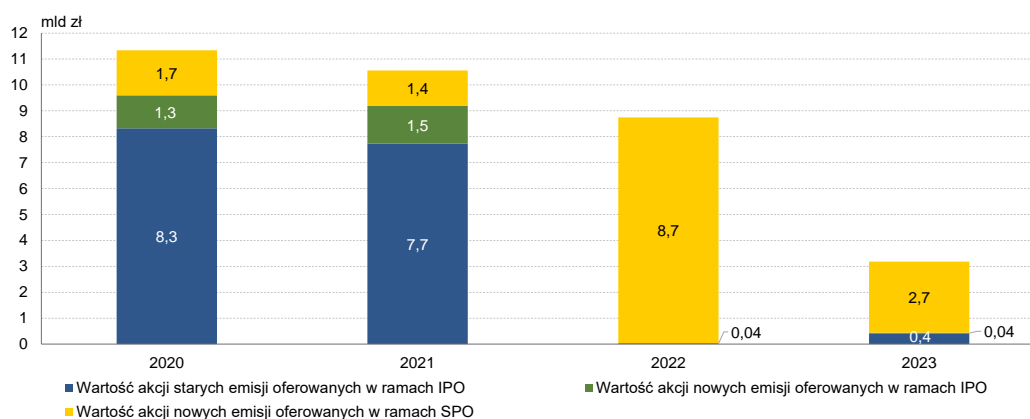
W ujęciu sektorowym najsilniej wzrósł indeks WIG-budownictwo (86,9%), na co wpływ miał duży popyt na mieszkania i towarzyszące temu wyższe ceny nieruchomości. Indeks WIG-banki również zanotował bardzo wysoką stopę zwrotu na poziomie 76,9%, do czego przyczyniły się duże zyski banków osiągnięte pomimo znacznych rezerw na ryzyko prawne związane z kredytami mieszkaniowymi nominowanymi w walutach obcych. Na drugim końcu zestawienia znalazły się indeksy WIG-gry oraz WIG-górnictwo, których wartość obniżyła się, odpowiednio, o 8,1% i o 6,5%.

Było to związane z gorszymi od oczekiwań wynikami spółek gamingowych oraz spadkami cen surowców, w tym w szczególności węgla. Najniższą stopę zwrotu zanotował ponownie indeks narodowy WIG-Ukraine, który w 2023 r. spadł o 23,9%.

Z obrotu na Głównym Rynku GPW wycofano akcje 12 spółek, co przełożyło się na zmniejszenie kapitalizacji tego rynku o 8,3 mld zł. Przyczynami wycofania tych instrumentów z rynku regulowanego były decyzje głównego akcjonariusza (9) oraz upadłości likwidacyjne (3). Koszty utrzymywania instrumentów udziałowych w obrocie na rynku regulowanym oraz wypełniania związanych z tym obowiązków informacyjnych skłaniały inwestorów większościowych niektórych spółek do ogłoszenia wezwania na wykup pozostałych akcji i wycofania ich z obrotu.

W analizowanym okresie do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje 10 spółek (9 z nich było notowanych wcześniej na rynku NewConnect), których kapitalizacja na koniec 2023 r. wyniosła 3,6 mld zł. Emisję nowych akcji o wartości 40,4 mln zł przeprowadziły jedynie dwie spośród tych spółek, natomiast tzw. stare akcje w wysokości 363,5 mln zł oferował tylko jeden podmiot (wykres 5.2.25). Pod względem wielkości IPO był to jeden ze słabszych wyników w historii funkcjonowania Głównego Rynku GPW. Jednak wartość debiutów na warszawskiej giełdzie wzrosła w porównaniu z rekordowo słabym pod tym względem 2022 r., podczas gdy na rynkach europejskich obserwowano odwrotną tendencję. Zgodnie z danymi PwC³³⁶ wartość IPO przeprowadzonych w analizowanym okresie w Europie wyniosła 10,2 mld euro i była o 34,6% niższa niż w 2022 r. Pomimo dobrych warunków rynkowych, m.in. wzrostu cen instrumentów udziałowych w Europie, była to najniższa wartość debiutów na europejskich giełdach od ponad 10 lat. W 2023 r. największe IPO, stanowiące 18,6% wartości wszystkich europejskich debiutów giełdowych, miało miejsce na giełdzie w Bukareszcie (1,9 mld euro).

Wykres 5.2.25. Wartość akcji wprowadzonych do obrotu na Głównym Rynku GPW w latach 2020–2023



Źródło: GPW.

³³⁶ *IPO Watch Europe 2023*, PwC, 2024, dostępny na stronie: <https://www.pwc.co.uk/risk/assets/pdf/ipo/ipo-watch-europe-q4-2023.pdf>.

W 2023 r. wartość akcji wyemitowanych przez podmioty już obecne na głównym rynku giełdy (*second public offering* – SPO) była wyraźnie mniejsza niż rok wcześniej i wyniosła 2,7 mld zł. Na przeprowadzenie wtórnej emisji zdecydowały się 54 spółki, a największe SPO (przeprowadzone przez podmiot z sektora energetycznego) stanowiło 27,4% wartości wszystkich tych ofert. Pozyskując kapitał z Głównego Rynku GPW, spółki przeprowadziły siedem emisji PDA oraz jedną emisję praw poboru.

Pomimo znacznego wzrostu cen instrumentów udziałowych na Głównym Rynku GPW średnia dzienna wartość obrotów netto akcjami w 2023 r. wyniosła 1 128,2 mln zł, czyli o 3,4% mniej niż w poprzednim roku (tabela 5.2.17). Jednocześnie średnia liczba transakcji na sesję wzrosła o 4,5% do 137,3 tys., czyli do najwyższego poziomu w historii funkcjonowania giełdy. W rezultacie średnia wartość pojedynczej transakcji (z uwzględnieniem transakcji pakietowych) spadła do wieloletniego minimum (8,2 tys. zł). Utrzymujący się od 2020 r. postępujący wzrost liczby transakcji mógł wynikać z większego wykorzystywania transakcji algorytmicznych. Technika *high-frequency trading* (HFT) umożliwia bowiem składanie bardzo dużej liczby zleceń i zawieranie wielu transakcji w krótkim czasie, co m.in. ułatwia konwersję zleceń o dużej wartości na wiele mniejszych, a w rezultacie może ograniczać ich wpływ na ceny akcji. Na atrakcyjność handlu algorytmicznego na warszawskiej giełdzie mogła wpływać także oferowana przez GPW usługa kolokacji³³⁷ oraz organizowane programy wspierania płynności: High Volume Provider (HVP) oraz High Volume Funds (HVF). Obydwa programy przewidują niższe opłaty dla podmiotów, które zawierają transakcje o odpowiednio dużej wartości. Wskaźnik płynności rynku (relacja rocznych obrotów netto akcjami do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku) wyniósł 42,3%, wobec 45,9% rok wcześniej, co sugeruje nieznacznie mniejsze niż w poprzednim roku zainteresowanie obrotem akcjami wśród inwestorów.

W celu zwiększenia zainteresowania obrotem akcjami małych i średnich spółek GPW uruchomiła w 2023 r. czwartą edycję Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. W ramach tego programu członkowie giełdy, którzy zdecydowali się na przygotowywanie raportów analitycznych dotyczących uczestniczących w nim spółek (podmiotów spoza indeksu WIG20, które w ciągu poprzedniego roku nie były analizowane), otrzymali dofinansowanie z GPW. Zwiększenie liczby publicznie dostępnych analiz dotyczących małych i średnich spółek miało na celu ułatwienie podejmowania decyzji inwestycyjnych, zwłaszcza inwestorom indywidualnym. W analizowanym okresie opracowano 262 raporty analityczne dotyczące 59 podmiotów biorących udział w programie. W dalszym ciągu funkcjonował także program SuperAnimator, który przewiduje niższe opłaty giełdowe dla członków giełdy wspierających w określonym stopniu płynność obrotu akcjami spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. W 2023 r. GPW kontynuowała prace nad

³³⁷ Usługa kolokacji umożliwia klientom giełdy instalację własnego sprzętu i oprogramowania transakcyjnego w bezpośrednim sąsiedztwie systemu transakcyjnego GPW. Skraca to czas przesłania zlecenia giełdowego do systemu transakcyjnego GPW, co może być istotne w przypadku niektórych technik handlu algorytmicznego.

autorskim systemem transakcyjnym WATS, który ma docelowo zastąpić dotychczas stosowany system UTP i umożliwić obrót wszystkimi klasami aktywów.

Tabela 5.2.17. Obroty akcjami na Głównym Rynku GPW w latach 2020–2023

	2020	2021	2022	2023
Roczne obroty netto akcjami (w mld zł)	311,1	331,0	293,1	282,1
- w tym obroty sesyjne (w mld zł)	297,3	313,5	285,6	274,5
- średnio na sesję (w mln zł)	1 234,6	1 318,7	1 167,8	1 128,2
Średnia liczba transakcji na sesję (w tys.)	133,2	135,9	131,4	137,3
Relacja wartości obrotów netto akcjami do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku (%) ¹	57,1	53,4	45,9	42,3

¹ Obroty netto akcjami uwzględniają transakcje tymi instrumentami wyemitowanymi zarówno przez spółki krajowe, jak i zagraniczne. Ze względu na relatywnie niewielkie obroty akcjami spółek zagranicznych można przyjąć, że w przypadku spółek krajowych notowanych na Głównym Rynku GPW przedstawiona relacja dobrze obrazuje płynność obrotu tymi instrumentami.

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

Źródło: GPW.

W 2023 r. na Głównym Rynku GPW notowano tytuły uczestnictwa 11 funduszy ETF, dziewięciu zarządzanych przez podmiot krajowy i dwóch zarządzanych przez podmiot zagraniczny. Podmiot krajowy zarządzał funduszami ETF na indeksy giełdowe S&P 500 NTR, Nasdaq-100 NTR, WIG20TR, mWIG40TR, sWIG80TR, WIG20short, WIG20lev oraz na indeksy obligacji skarbowych GPWB-BWZ i TBSP.Index. Celem funduszy ETF oferowanych przez jeden z podmiotów zagranicznych było odwzorowywanie indeksów S&P500NTR oraz DAX. W analizowanym okresie inny podmiot zagraniczny wprowadził do obrotu na Głównym Rynku GPW pierwszy instrument typu ETC (*Exchange Traded Commodities*)³³⁸, który bazował na cenie złota i był notowany w złotych. Rozwijanie przez GPW oferty funduszy ETF i instrumentów ETC wynikało ze wzrostu zainteresowania inwestorów indywidualnych inwestowaniem pasywnym, które charakteryzuje się znacznie niższymi kosztami zarządzania i przeciętnie wyższymi stopami zwrotu w długim horyzoncie czasowym niż inwestowanie aktywne. Wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach ETF na koniec analizowanego okresu wyniosła 11,3 mld zł (wobec 10,1 mld zł na koniec 2022 r.), natomiast w instrumenty ETC dopuszczone do obrotu na Głównym Rynku GPW zainwestowano 3,6 mld zł³³⁹. W 2023 r. średnie dzienne obroty tytułami uczestnictwa ETF oraz instrumentami ETC wyniosły 4,5 mln zł, co w odniesieniu do funduszy ETF oznaczało wzrost o 9,1% w porównaniu z poprzednim rokiem. Według danych GPW w analizowanym okresie

³³⁸ Chociaż instrumenty ETC wykazują wiele podobieństw względem funduszy ETF, tj. m.in. naśladowanie stopy zwrotu z określonego rynku, mechanizm codziennej kreacji i umarzania instrumentów oraz możliwość obrotu nimi na giełdzie, to przyjmują one konstrukcje prawną instrumentów dłużnych. Ich celem jest podążanie za ruchami cen wybranego surowca lub indeksu surowcowego.

³³⁹ Wartość zaangażowanego kapitału w instrument ETC uwzględnia inwestycje ze wszystkich rynków, na których dopuszczono ten instrument do obrotu.

zawarto prawie 190 tys. transakcji tymi instrumentami, w tym najwięcej tytułami uczestnictwa funduszu ETF odwzorowującego indeks WIG20lev (prawie 48 tys.).

Na koniec 2023 r. na Głównym Rynku GPW było notowanych 28 serii certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte (wobec 42 serii na koniec poprzedniego roku). Wartość obrotów tymi instrumentami w 2023 r. spadła do 39,8 mln zł. Aktywność inwestorów na rynku wtórnym certyfikatów inwestycyjnych zależała przede wszystkim od częstotliwości i zmienności ich wyceny oraz od okresowych wykupów tych papierów wartościowych przez dany fundusz.

Wielkość rynków NewConnect i GlobalConnect

W 2023 r. spadło znaczenie rynku NewConnect, po przejściowym wzroście zainteresowania nim w czasie pandemii COVID-19. Ze względu na istotnie niższą płynność i wyższe ryzyko inwestycyjne w porównaniu z Głównym Rynkiem GPW wielu inwestorów (w szczególności instytucjonalnych) nie było zainteresowanych nabywaniem instrumentów notowanych na tym ASO. W efekcie, przy malejących obrotach, indeks NCIndex w 2023 r. spadł o 4,3%.

Kapitalizacja spółek notowanych w tym ASO zmniejszyła się w 2023 r. o 1,6 mld zł, do 12,9 mld zł na koniec roku (tabela 5.2.18). Obroty netto akcjami spadły do 2,3 mld zł (co stanowiło jedynie 15,4% wartości obrotów w rekordowym 2020 r.). Relacja obrotów do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca 2023 r. wzrosła nieznacznie do 16,6% (w poprzednim roku 15,5%), pozostała ona jednak wyraźnie niższa niż na Głównym Rynku GPW. Jedną z przyczyn mniejszej płynności rynku NewConnect była niewielka wartość akcji w wolnym obrocie (wskaźnik *free float* wyniósł 25,0% na koniec analizowanego okresu).

Tabela 5.2.18. Podstawowe wskaźniki rynku NewConnect w latach 2020–2023

	2020	2021	2022	2023
Kapitalizacja na koniec roku (w mld zł)	19,8	19,2	14,5	12,9
- w tym spółek krajowych	18,7	19,0	14,4	12,7
Liczba spółek na koniec roku	373	380	379	359
Liczba IPO	14	32	16	14
Liczba spółek wycofanych z obrotu	16	25	17	34
Wskaźnik <i>free float</i> na koniec roku (%)	22,3	22,9	25,7	25,0
Stopa zwrotu z NCIndex (%)	108,9	-21,3	-19,6	-4,3
Wartość obrotów netto akcjami w roku (w mld zł)	14,9	6,3	2,6	2,3
Średnia wartość obrotów netto akcjami na sesję (w mln zł)	59,3	25,1	10,3	9,0
Średnia liczba transakcji na sesję (w tys.)	20,0	12,2	6,7	6,3
Średnia wartość pojedynczej transakcji (w tys. zł)	3,0	2,0	1,5	1,4

Źródło: GPW.

Na kapitalizację rynku NewConnect w 2023 r., oprócz zmian cen, wpłynęło wprowadzenie do obrotu akcji 14 nowych spółek oraz wycofanie z tego rynku akcji 34 emitentów. Kapitalizacja tych spółek wynosiła, odpowiednio, 0,9 mld zł (na koniec analizowanego okresu) i 2,9 mld zł

(w momencie wyjścia z giełdy). Przyczynami wycofywania akcji z obrotu na rynku NewConnect były: bezpieczeństwo uczestników obrotu (17), przeniesienie notowań na Główny Rynek GPW (9), upadłości likwidacyjne (2) oraz inne decyzje akcjonariuszy (6). Wartość akcji wprowadzonych do obrotu w ramach IPO (głównie tzw. starych emisji) wyniosła 58,0 mln zł, czyli o 33,4% mniej niż w poprzednim roku. Emitenci, którzy korzystali ze zwolnienia z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego, oferowali akcje na podstawie memorandum informacyjnego lub tzw. dokumentu informacyjnego. Według danych GPW w 2023 r. wartość emisji w ramach SPO wyniosła 156,6 mln zł, tj. zdecydowanie mniej niż rok wcześniej (245,3 mln zł).

W analizowanym okresie do uruchomionego pod koniec 2022 r. rynku GlobalConnect wprowadzono akcje 11 zagranicznych spółek (głównie niemieckich). Na koniec roku inwestorzy mogli zatem nabywać na tym rynku akcje 16 podmiotów. W 2023 r. zawarto w tym ASO 1 509 transakcji, których wartość wyniosła 7,1 mln zł. Znikome zainteresowanie tym rynkiem mogło wynikać z niewielkiej liczby notowanych spółek (w tym braku zagranicznych funduszy ETF), niskiej płynności (na koniec 2023 r. funkcję animatora rynku GlobalConnect pełnił tylko jeden podmiot) oraz konkurencyjnej cenowo usługi inwestowania na zagranicznych rynkach oferowanej przez niektóre podmioty maklerskie.

Uczestnicy rynków instrumentów udziałowych organizowanych przez GPW

Według danych NBP na koniec 2023 r. największy udział w kapitalizacji spółek krajowych notowanych na rynkach akcji organizowanych przez GPW (Głównym Rynku GPW i NewConnect) mieli rezydenci – 58,0%. Wśród tych podmiotów najważniejszą grupę stanowili inwestorzy instytucjonalni, przede wszystkim OFE i fundusze inwestycyjne. Na koniec grudnia OFE utrzymywały w swych portfelach notowane na Głównym Rynku GPW akcje emitentów krajowych o wartości 159,6 mld zł (wobec 116,0 mld zł rok wcześniej). W ciągu roku w ujęciu netto OFE zbyły wspomniane instrumenty na kwotę 1,9 mld zł. Wartość instrumentów udziałowych spółek krajowych znajdujących się w portfelach funduszy inwestycyjnych wzrosła z 27,0 mld zł na koniec 2022 r. do 37,2 mld zł na koniec 2023 r., w tym jedynie 0,3 mld zł wynikało z dodatniego salda transakcji. Istotnym akcjonariuszem spółek z Głównego Rynku GPW pozostawał Skarb Państwa, który posiadał na koniec analizowanego okresu instrumenty udziałowe notowane na tym rynku o wartości 104,7 mld zł (wobec 92,9 mld zł rok wcześniej)³⁴⁰. Sprawował on kontrolę m.in. nad ośmioma spółkami z indeksu WIG20, których łączna waga w tym indeksie na koniec 2023 r. wyniosła 57,4%. Skarb Państwa nie uczestniczył aktywnie w obrocie akcjami notowanych spółek na rynku wtórnym.

Wartość portfela instrumentów udziałowych spółek krajowych w posiadaniu nierezydentów na koniec 2023 r. wzrosła do 337,7 mld zł z 252,9 mld zł rok wcześniej³⁴¹. Wzrost zaangażowania

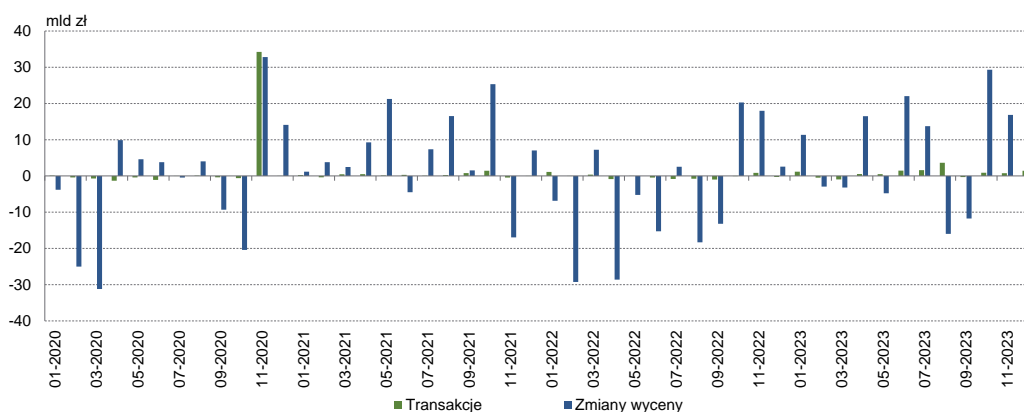
³⁴⁰ Dane dotyczące zaangażowania Skarbu Państwa obejmują zarówno akcje posiadane bezpośrednio, jak również za pośrednictwem PFR.

³⁴¹ Dane dotyczące zaangażowania nierezydentów obejmują wszystkie instrumenty udziałowe, w tym te, które były zarejestrowane w KDPW, a nie zostały wprowadzone do obrotu na rynkach zorganizowanych.

inwestorów zagranicznych wynikał głównie ze wzrostu cen akcji spółek. W analizowanym okresie nierezydenci nabyli instrumenty o wartości 10,3 mld zł (wykres 5.2.26), natomiast udział tej grupy inwestorów w kapitalizacji rynku akcji GPW wzrósł w 2023 r. o 2,4 pkt procentowe, do 42,0% na koniec roku (wykres 5.2.27).

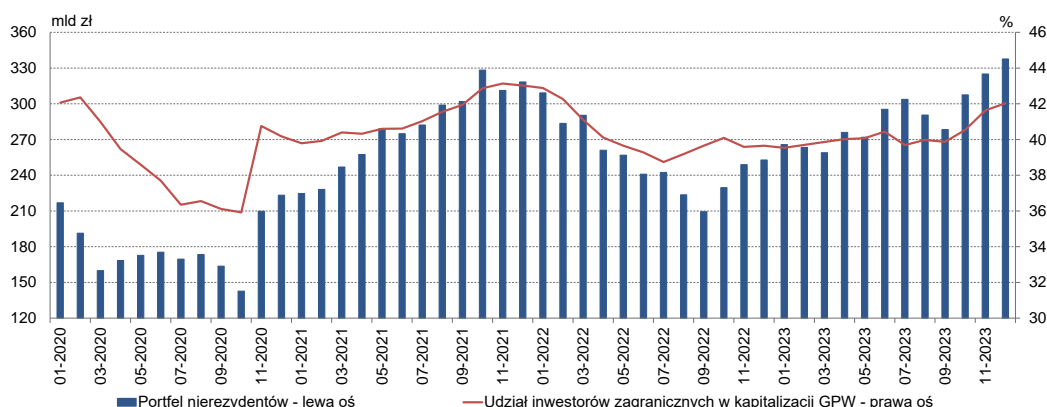
Najaktywniejszymi uczestnikami Głównego Rynku GPW byli inwestorzy zagraniczni, którzy w 2023 r. zawierali średnio na sesję transakcje o wartości 1 437,4 mln zł (wobec 1 445,0 mln zł w roku poprzednim). Relacja udziału ich transakcji w obrotach (65,0%) do udziału posiadanych przez nich akcji w kapitalizacji GPW (42,0%) sugeruje, że wspomniana grupa inwestorów częściej niż inwestorzy krajowi decydowała się na zawieranie transakcji krótkoterminowych.

Wykres 5.2.26. Zmiana zaangażowania inwestorów zagranicznych w akcje spółek krajowych notowanych na rynkach zorganizowanych GPW w latach 2020–2023



Źródło: NBP.

Wykres 5.2.27. Udział inwestorów zagranicznych w kapitalizacji spółek krajowych notowanych na rynkach zorganizowanych GPW w latach 2020–2023

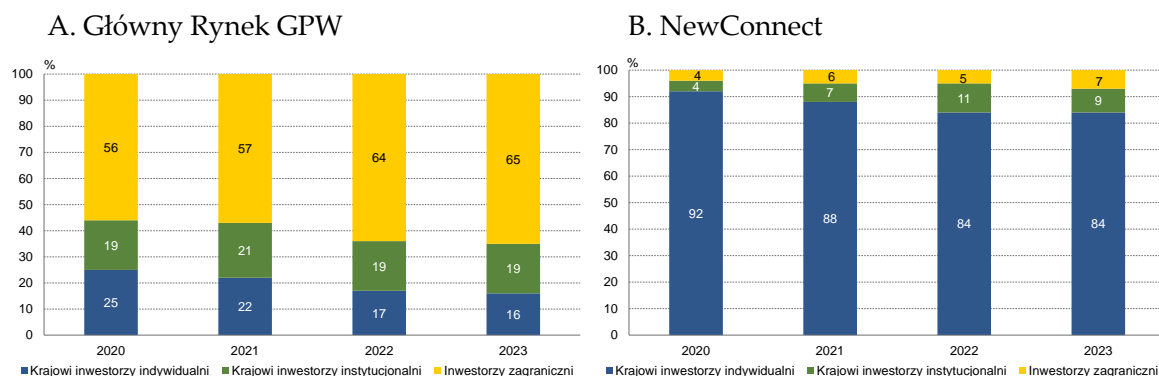


Źródło: NBP.

Drugą najbardziej aktywną grupą uczestników rynku regulowanego byli inwestorzy instytucjonalni, którzy w 2023 r. w ujęciu brutto zawierali średnio na sesję transakcje o wartości 410,6 mln zł (wobec 435,4 mln zł rok wcześniej). W efekcie ich udział w obrotach akcjami na

Głównym Rynku GPW wyniósł w analizowanym okresie 19,0% (wykres 5.2.28). Utrzymujące się umiarkowane znaczenie krajowych inwestorów instytucjonalnych w tym obrocie miało charakter strukturalny. Wynikało ono m.in. z przeważnie dłuższego horyzontu inwestycyjnego tej grupy podmiotów oraz wspomnianego znacznego zaangażowania Skarbu Państwa.

Wykres 5.2.28. Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach sesyjnych na rynkach akcji organizowanych przez GPW w latach 2020–2023



Źródło: GPW.

Najmniej aktywną grupą inwestorów Głównego Rynku GPW byli inwestorzy indywidualni – średnio na sesję zawierali oni transakcje o wartości 347,8 mln zł, tj. o 12,1% mniej niż rok wcześniej. Mniejsze zainteresowanie tej grupy inwestorów akcjami notowanymi na GPW mogło być związane ze wzrostem stóp procentowych i atrakcyjnością innych sposobów lokowania oszczędności, w szczególności lokat bankowych oraz oszczędnościowych obligacji skarbowych. Liczba rachunków papierów wartościowych wzrosła o 123,5 tys., do ponad 1,7 mln na koniec 2023 r., co było drugim największym tego rodzaju przyrostem w historii krajowego rynku kapitałowego. Wpływ na ten wzrost mogła mieć utrzymująca się popularność inwestycji we wspomniane obligacje skarbowe oraz tzw. rynku *forex*.

W obrotach na rynku NewConnect, podobnie jak w latach poprzednich, dominowali inwestorzy indywidualni. Ich udział w obrotach akcjami w tym ASO nie zmienił się w stosunku do poprzedniego roku i na koniec 2023 r. wyniósł 84,0% (wykres 5.2.28). Duży udział tej grupy inwestorów w obrotach na NewConnect wynikał m.in. z krótkiej historii działalności emitentów, niskiej kapitalizacji oraz małej płynności spółek notowanych na tym rynku. Liczne w poprzednich latach przypadki upadłości spółek notowanych na rynku NewConnect, wycofywanie z niego akcji ze względu na bezpieczeństwo obrotu oraz duża zmienność ich cen sprawiały, że dla inwestorów instytucjonalnych (krajowych i zagranicznych) był to rynek mniej atrakcyjny niż Główny Rynek GPW. W 2023 r. średnia wartość transakcji przeprowadzanych przez inwestorów indywidualnych podczas jednej sesji na NewConnect spadła do 14,7 mln zł (z 16,6 mln zł w 2022 r.).

5.3. Kasowy rynek walutowy

Światowy kasowy rynek walutowy jest silnie zdominowany przez podmioty finansowe mające siedziby w największych centrach finansowych, takich jak Londyn i Nowy Jork. Wiodącą rolę na tym rynku odgrywają międzynarodowe banki inwestycyjne, pełniące funkcję animatorów rynku, dostarczające waluty obce mniejszym bankom, obsługujące największych klientów i przeprowadzające transakcje spekulacyjne na dużą skalę. Istotne znaczenie mają również niebankowe instytucje finansowe (np. fundusze hedgingowe i firmy z branży Fintech), które oprócz realizowania transakcji na własny rachunek coraz częściej konkurują z bankami inwestycyjnymi w obszarach działalności związanych z animacją rynku i obsługą klientów³⁴².

Obroty i kurs na globalnym kasowym rynku złotego są determinowane przede wszystkim przez transakcje nierezydentów – głównie wspomnianych banków inwestycyjnych i funduszy hedgingowych. Na aktywność tych podmiotów w 2023 r. wpływały m.in.: spadek awersji do ryzyka wśród inwestorów, zmieniające się oczekiwania inflacyjne, oczekiwania dotyczące kształtowania się stóp procentowych NBP oraz innych banków centralnych, jak również ocena sytuacji i perspektyw rozwoju polskiej gospodarki.

Zdecydowana większość (88%) transakcji na globalnym kasowym rynku złotego była zawierana między podmiotami zagranicznymi (na rynku *offshore*). Operacje, w których co najmniej jedną stroną był bank krajowy, miały niewielki wpływ na kurs złotego i stanowiły około 12% obrotów na wspomnianym rynku, z czego prawie połowa przypadła na transakcje z nierezydentami. Operacje wymiany walut dokonywane między bankami krajowymi odpowiadały za mniej niż 1% obrotów na globalnym kasowym rynku złotego. Najważniejszą parą walutową na rynku *offshore* była para USD/PLN, przy nieco mniejszym udziale transakcji EUR/PLN. Na rynku krajowym wyraźna była przewaga transakcji EUR/PLN.

Wielkość i uczestnicy rynku

Na podstawie danych NBP, BIS i Banku Anglii można szacować, że średnie dzienne obroty netto na globalnym kasowym rynku złotego w 2023 r. wyniosły około 18,6 mld USD (tabela 5.3.1), tj. o około 8% więcej niż w roku poprzednim. Taki wzrost aktywności wynikał głównie ze zwiększonej aktywności spekulacyjnej zagranicznych banków i funduszy hedgingowych. Głównym ośrodkiem wymiany złotego pozostawał Londyn – z dostępnych danych wynika, że transakcje zawierane z udziałem działających tam banków odpowiadały za prawie połowę obrotów na globalnym rynku złotego.

³⁴² Chaboud A., Chung L., Goldberg L., Nordstrom A., *Towards Increasing Complexity: The Evolution of the FX Market*, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 11 stycznia 2024 r., artykuł dostępny pod adresem: <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2024/01/towards-increasing-complexity-the-evolution-of-the-fx-market/>.

Tabela 5.3.1. Średnie dzienne obroty netto na kasowym rynku złotego w latach 2020–2023 (w mld USD)

	2020	2021	2022	2023
Globalny rynek złotego, z tego:	15,16	23,55	17,21	18,62
- rynek krajowy	1,83	3,34	2,41	2,29
- rynek <i>offshore</i> , w tym:	13,33	20,21	14,80	16,33
- rynek londyński	5,75	8,71	8,25	9,25

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia. Obroty na rynku krajowym zostały obliczone na podstawie danych dla okresów, w których dostępne były również dane z rynku londyńskiego.

Źródło: oszacowano na podstawie danych Banku Anglii, BIS i NBP.

Najważniejszymi uczestnikami globalnego kasowego rynku złotego były zagraniczne instytucje finansowe – banki inwestycyjne, fundusze hedgingowe oraz firmy z branży Fintech. Banki zagraniczne, dysponujące większymi w porównaniu z bankami krajowymi kapitałami na pokrycie ryzyka rynkowego oraz wyższymi limitami kredytowymi na kontrahentów, przeprowadzały operacje o charakterze spekulacyjnym na dużą skalę, w tym również z wykorzystaniem algorytmów generujących zlecenia kupna i sprzedaży (*algorithmic trading*). Ponadto podmioty te zajmowały się obsługą zagranicznych niebankowych instytucji finansowych, oferując im dostęp do zautomatyzowanych platform transakcyjnych oraz dodatkowe usługi związane z realizacją transakcji walutowych. Szczególnie popularna była usługa *prime brokerage*, która pozwalała podmiotom na zawieranie transakcji w imieniu danego banku inwestycyjnego w ramach udostępnionej im części jego limitów kredytowych. W 2023 r. ponad 54% transakcji na londyńskim kasowym rynku złotego zawarto w ramach takiej usługi, co może świadczyć o dużej skali operacji spekulacyjnych realizowanych przez niebankowe instytucje finansowe.

Na krajowym kasowym rynku złotego, obejmującym transakcje, w których przynajmniej jedną ze stron był bank działający w Polsce, średnie dzienne obroty w 2023 r. wyniosły około 10,2 mld zł i były o około 14% mniejsze niż rok wcześniej. Przyczyniać się do tego mogły umocnienie złotego względem walut największych gospodarek rozwiniętych oraz mniejsza aktywność krajowych niebankowych podmiotów finansowych na rynkach zagranicznych.

Kasowy rynek złotego pozostawał największym lokalnym rynkiem walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, ze średnią dzienną wartością transakcji przewyższającą ponad dwukrotnie wielkość rynku forinta węgierskiego i ponad trzykrotnie wielkość rynku korony czeskiej (tabela 5.3.2). Dysproporcja ta była jeszcze bardziej widoczna w segmencie operacji wymiany waluty krajowej na dolary amerykańskie.

Tabela 5.3.2. Średnie dzienne obroty netto na krajowym kasowym rynku walutowym złotego, forinta węgierskiego i korony czeskiej w 2023 r. (w mln USD)

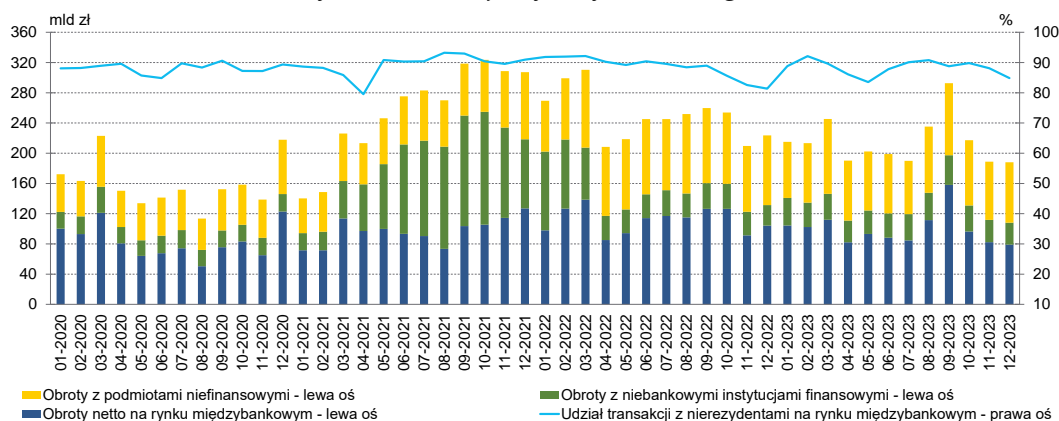
	Złoty	Forint	Korona czeska
Obroty ogółem, w tym:	2 423,8	1 059,5	684,6
- transakcje EUR/waluta krajowa	1 713,7	933,8	573,4
- transakcje USD/waluta krajowa	595,7	95,4	70,5

Uwaga: dane dla korony czeskiej na podstawie transakcji zarejestrowanych w styczniu, kwietniu, lipcu i październiku 2023 r.

Źródło: dane Česká Národní Banka, Magyar Nemzeti Bank i NBP.

Prawie 46% wartości transakcji na krajowym rynku złotego stanowiły operacje między bankami – ich średnia dzienna wartość w 2023 r. była mniejsza o 12% niż rok wcześniej i wyniosła 4,7 mld zł. Dominowały operacje z bankami zagranicznymi, odpowiadające za prawie 89% obrotów netto na rynku międzybankowym w Polsce (wykres 5.3.1). Podmioty te zajmowały głównie krótkoterminowe pozycje w złotych w celach spekulacyjnych. Z kolei banki krajowe przeprowadzały transakcje z podmiotami zagranicznymi zarówno w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem rynkowym, wynikającym m.in. z operacji walutowych realizowanych na rynku klientowskim, jak i w celach spekulacyjnych. Średnia dzienna wartość kasowych transakcji wymiany złotego zawartych między bankami krajowymi w 2023 r. wyniosła 0,5 mld zł.

Wykres 5.3.1. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku złotego w latach 2020–2023



Źródło: dane NBP pozyskane od grupy banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Transakcje banków krajowych z podmiotami niefinansowymi w 2023 r. odpowiadały za prawie 39% obrotów netto na kasowym rynku złotego w Polsce. Średnia dzienna wartość tych operacji wyniosła 3,9 mld zł i była o niecałe 9% mniejsza niż rok wcześniej. Wspomniane podmioty zawierały transakcje kasowe głównie na potrzeby płatności walutowych związanych bezpośrednio ze swoją bieżącą działalnością operacyjną i inwestycyjną. Z tego względu obserwowane w analizowanym okresie niewielkie zmniejszenie się wartości obrotów towarowych oraz umocnienie złotego względem walut gospodarek rozwiniętych (o około 3% względem euro i około 6% wobec dolara amerykańskiego w ujęciu średniorocznym) mogły przełożyć się na spadek aktywności podmiotów sektora realnego w tym segmencie rynku kasowego.

W analizowanym okresie obserwowano dalszy spadek (z 19% w 2022 r. do niespełna 16% w 2023 r.) udziału transakcji z krajowymi niebankowymi instytucjami finansowymi (głównie funduszami inwestycyjnymi) w strukturze podmiotowej obrotów na krajowym rynku kasowym złotego. Mniejsza aktywność tych podmiotów na zagranicznych rynkach finansowych mogła wynikać m.in. z poprawy postrzeganej przez uczestników rynku relacji stopy zwrotu do ryzyka związanego z inwestycją w aktywa nominowane w złotych.

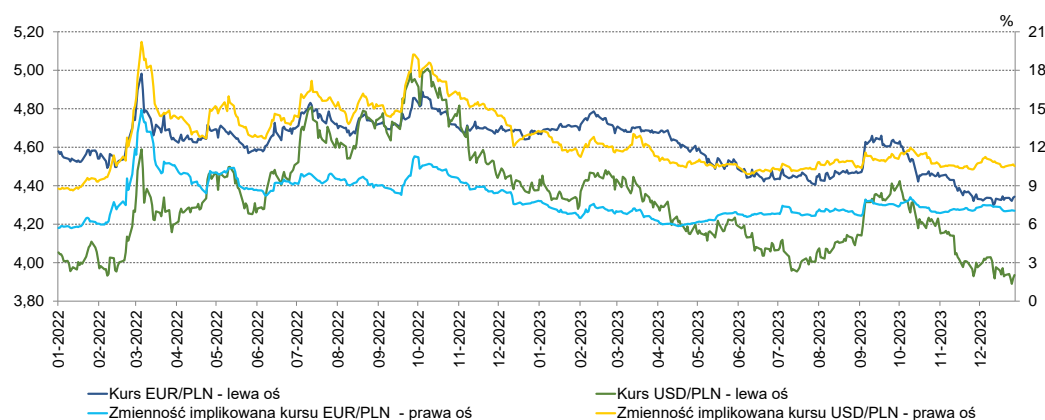
Kurs złotego i jego zmienność

Ze względu na strukturę uczestników krajowego kasowego rynku złotego kurs EUR/PLN był w dużym stopniu kształtowany przez oceny inwestorów dotyczące perspektyw rozwoju gospodarczego Polski oraz wydarzenia na światowych rynkach finansowych, a w niewielkim stopniu zależał od przepływów wynikających z wymiany handlowej podmiotów krajowych. Ponadto złoty był postrzegany przez niektórych inwestorów zagranicznych jako waluta, której kurs dobrze odzwierciedla globalne trendy odnoszące się do innych walut regionu i w związku z tym był wykorzystywany jako tzw. *proxy currency* w transakcjach spekulacyjnych. Wynikająca z tego wzmożona aktywność na rynku złotego mogła okresowo przyczyniać się do wyższej zmienności jego kursu.

W pierwszych miesiącach 2023 r. kurs EUR/PLN był relatywnie stabilny i utrzymywał się na poziomie nieco wyższym niż przed agresją Rosji na Ukrainę (wykres 5.3.2). Powstrzymanie rosyjskiej ofensywy przez armię ukraińską oraz korzystne dane o tempie wzrostu gospodarczego Polski przyczyniały się do zmniejszenia się awersji do ryzyka i stopniowej aprecjacji złotego (oraz spadku zmienności implikowanej wspomnianego kursu) w okresie od lutego do sierpnia 2023 r. We wrześniu złoty przejściowo osłabił się względem euro w reakcji na większą od oczekiwanej obniżkę stóp procentowych NBP przez RPP (przy jednoczesnej kontynuacji restrykcyjnej polityki przez EBC). Od października do końca analizowanego okresu ponownie obserwowano aprecjację złotego, m.in. w związku ze zmniejszeniem się niepewności politycznej po wyborach parlamentarnych. W rezultacie na koniec 2023 r. złoty był o ponad 5% mocniejszy względem euro w porównaniu z końcem poprzedniego roku.

Kurs złotego względem dolara amerykańskiego był determinowany głównie przez zmiany kursów EUR/PLN oraz EUR/USD, w związku z czym charakteryzował się większą zmiennością. W 2023 r. w kierunku aprecjacji złotego względem dolara amerykańskiego oddziaływały zarówno te czynniki, które przyczyniały się do spadku kursu EUR/PLN, jak i mniej restrykcyjna (w porównaniu z EBC) polityka pieniężna Rezerwy Federalnej, która w 2023 r. skutkowała wyraźnym osłabieniem się dolara amerykańskiego względem euro.

Wykres 5.3.2. Kurs złotego do euro i dolara amerykańskiego oraz zmienność implikowana tych kursów walutowych w latach 2022–2023



Uwaga: zmienność implikowana kalkulowana na podstawie cen trzymiesięcznych opcji walutowych ATM.
Źródło: Bloomberg.

Struktura rynku

Na londyńskim kasowym rynku złotego najważniejszą parą walutową były transakcje wymiany złotego na dolara amerykańskiego. Zgodnie z danymi Banku Anglii w 2023 r. udział operacji USD/PLN w obrotach na tym rynku wyniósł około 55% i był o około 4 pkt procentowe wyższy niż rok wcześniej. Istotne znaczenie dolara amerykańskiego na rynku *offshore* mogło być związane z dużą skalą transakcji spekulacyjnych realizowanych przez niebankowe instytucje finansowe spoza UE (w szczególności fundusze hedgingowe ze Stanów Zjednoczonych), które finansowały się głównie w tej walucie. Jednocześnie spadło znaczenie drugiej najistotniejszej pary walutowej, tj. EUR/PLN. Udział takich operacji w obrotach na kasowym rynku złotego w Londynie spadł z 49% w 2022 r. do 45% w 2023 r.

W strukturze walutowej obrotów na krajowym kasowym rynku złotego, z kolei, widoczna była wyraźna przewaga transakcji EUR/PLN, które w 2023 r. odpowiadały za prawie 71% wartości obrotów netto z udziałem rezydentów, podczas gdy transakcje USD/PLN – za około 25%. Na krajowym rynku międzybankowym udział operacji wymiany złotego na euro był jeszcze większy i w 2023 r. wyniósł 79%. Para walutowa EUR/PLN przeważała także w strukturze walutowej transakcji na rynku klientowskim. Takie operacje stanowiły około 64% wartości obrotów zrealizowanych w tym segmencie rynku w analizowanym okresie, podczas gdy około 29% obrotów przypadało na transakcje USD/PLN. Udziały te były związane ze strukturą walutową handlu zagranicznego Polski oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w której przeważają płatności w euro.

Na krajowym rynku walutowym dokonywano ponadto kasowych transakcji wymiany walut obcych na inne waluty obce. W 2023 r. średnie dzienne obroty w tym segmencie rynku spadły o 17% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosły niecałe 3,0 mld zł. Spadek ten mógł wynikać m.in. ze wspomnianej aprecjacji złotego względem walut gospodarek wysokorozwiniętych.

Transakcje walutowe bez udziału złotego wykorzystywano m.in. w operacjach krzyżowych, mających na celu wymianę złotego na waluty obce (w szczególności inne niż euro i dolar amerykański). Złożenie odpowiednich transakcji realizowanych na rynkach bardziej płynnych par walutowych mogło być bowiem dla banków krajowych korzystniejsze (obciążone mniejszymi kosztami transakcyjnymi) niż nabywanie danej waluty bezpośrednio za złote. W strukturze podmiotowej obrotów w tym segmencie rynku dominowały operacje międzybankowe – ich średnia dzienna wartość wyniosła 2,6 mld zł, w tym 71% stanowiły operacje wymiany EUR/USD.

Infrastruktura rynku

Zdecydowana większość międzybankowych kasowych operacji wymiany złotego w Polsce była zawierana z wykorzystaniem elektronicznych środków komunikacji. W ostatnich latach na popularności zyskiwały w szczególności elektroniczne platformy transakcyjne umożliwiające zawieranie transakcji tylko z wybranym gronem kontrahentów (tzw. *disclosed venues*) – można szacować, że transakcje zrealizowane w ten sposób odpowiadały za prawie połowę wartości obrotów na tym rynku. Głównymi zaletami tego typu platform były duża homogeniczność podmiotów dostarczających kwotowania oraz możliwość zdefiniowania listy akceptowanych kontrahentów. Znacznie ułatwiało to uczestnikom tych platform obsługę potransakcyjną operacji oraz proces zarządzania ryzykiem kredytowym kontrahenta. Wraz z ich rozwojem malała popularność anonimowych systemów automatycznie kojarzących zlecenia kupna i sprzedaży (tzw. *anonymous venues*)

Na rynku międzybankowym zawierano również transakcje z wykorzystaniem elektronicznych platform transakcyjnych, na których kwotowania i płynność dostarczane były przez pojedyncze banki pełniące funkcje *liquidity providers*. Taką infrastrukturę stosowano głównie przy realizacji operacji w ramach grupy kapitałowej. Z kolei transakcje o niestandardowych warunkach (charakteryzujących się np. większą kwotą nominalną lub wcześniejszym terminem rozrachunku) zawierano najczęściej telefonicznie oraz za pośrednictwem brokera głosowego. Transakcje, których warunki banki ustalały między sobą korzystając z elektronicznych systemów konwersacyjnych, stanowiły relatywnie niewielką część obrotów.

Standardowa wartość kasowych transakcji na krajowym rynku międzybankowym dla relacji EUR/PLN i USD/PLN wynosiła 1–3 mln, odpowiednio, euro i dolarów amerykańskich. Jednak duża płynność tego rynku umożliwiała także realizowanie operacji o znacznie większych kwotach bez wywierania istotnego wpływu na kurs złotego.

Niebankowe instytucje finansowe do zawierania transakcji często wykorzystywały elektroniczne platformy transakcyjne udostępniane przez pojedyncze banki. Wśród przedsiębiorstw niefinansowych elektroniczne środki komunikacji i wspomniane platformy elektroniczne również zyskiwały na popularności, jednak duża część transakcji nadal była zawierana bezpośrednio przez telefon. Wśród mniejszych podmiotów i klientów indywidualnych aktywnie wykorzystywane były prowadzone przez pojedyncze banki elektroniczne platformy transakcyjne i kantory

internetowe, na których oferowano aktualizowane na bieżąco kursy walutowe zbliżone do kwotowań z rynku hurtowego.

5.4. Rynek finansowych instrumentów pochodnych

Finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu zarówno na rynku giełdowym (regulowanym), jak i pozagiełdowym (*over-the-counter* – OTC). Są również, w ograniczonym zakresie, notowane w alternatywnych systemach obrotu (ASO) oraz na zorganizowanych platformach obrotu (*organised trading facilities* – OTF). Zaletą rynku giełdowego jest centralizacja obrotu i powszechne wykorzystywanie izby rozliczeniowej (najczęściej o statusie CCP), co zwiększa przejrzystość tego rynku i ogranicza ryzyko kredytowe kontrahenta. Rynek pozagiełdowy pozwala natomiast na lepsze dopasowanie warunków transakcji do potrzeb jego uczestników. W wyniku wprowadzanych w ostatnich latach rozwiązań regulacyjnych, mających na celu m.in. zwiększenie przejrzystości rynku instrumentów pochodnych OTC oraz ograniczenie występującego na nim ryzyka kredytowego kontrahenta, różnice między obrotem zorganizowanym i pozagiełdowym w dużej mierze zacierają się, szczególnie w odniesieniu do instrumentów pochodnych stopy procentowej.

Pod względem wolumenu obrotów instrumentami pochodnymi bardziej płynny jest rynek giełdowy, co jest związane z większą niż na rynku OTC standaryzacją instrumentów i łatwością zawierania przeciwstawnych transakcji bez podejmowania dodatkowego ryzyka kredytowego kontrahenta. Niemniej jednak rynek OTC nadal odgrywa ważniejszą rolę w światowym systemie finansowym, o czym może świadczyć wielokrotnie większa wartość otwartych pozycji brutto banków (tj. łączna wartość nominalna z tytułu wszystkich sprzedanych i kupionych instrumentów pochodnych)³⁴³.

Dla funkcjonowania rynku instrumentów pochodnych OTC w UE istotne znaczenie mają przede wszystkim rozwiązania zawarte w rozporządzeniach EMIR i MiFIR oraz ich aktach wykonawczych, jak również wykorzystywana przez strony transakcji dokumentacja prawna. Najważniejsze unijne wymogi regulacyjne dotyczą: obowiązku handlu i rozliczania transakcji określonymi klasami instrumentów, odpowiednio, w systemach obrotu i przez CCP; ustanawiania zabezpieczeń w przypadku transakcji rozliczanych bilateralnie oraz raportowania informacji o transakcjach pochodnych do repozytoriów transakcji. Na wspomnianą dokumentację składają się natomiast przede wszystkim umowy ramowe, na podstawie których zawierane są transakcje na tym rynku i ewentualnie następuje ich wcześniejsze zakończenie, a także dodatkowe umowy zabezpieczające (*Credit Support Annex* – CSA), umożliwiające ograniczanie ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta przez ustanawianie zabezpieczeń w formie papierów wartościowych lub środków pieniężnych. W przypadku transakcji rozliczanych centralnie dokumentacja prawna obejmuje także regulaminy izb rozliczeniowych oraz umowy między ich bezpośrednimi uczestnikami a podmiotami korzystającymi z ich pośrednictwa w dostępie do danej izby.

³⁴³ *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2023*, BIS, 16 maja 2024.

5.4.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku finansowych instrumentów pochodnych

Pod względem wartości obrotów i różnorodności oferowanych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce, inaczej niż na wielu zagranicznych rynkach finansowych, znacznie lepiej rozwinięty jest rynek pozagiełdowy. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku OTC w 2023 r. były o około 4% większe niż rok wcześniej i wyniosły 15,7 mld zł. Tym samym były one ponad dziesięciokrotnie większe niż obroty instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW (tabela 5.4.1). Funkcję animatorów na rynku OTC pełnią bowiem banki zagraniczne, których aktywność w segmencie instrumentów pochodnych GPW jest niewielka, oraz banki krajowe – instytucje o największych aktywach w polskim systemie finansowym. Ponadto krajowe przedsiębiorstwa, zarządzając ryzykiem finansowym, znacznie częściej wykorzystują instrumenty oferowane przez banki niż przez giełdy. Wpływają na to m.in. długotrwałe relacje przedsiębiorstw z bankami, bogatsza oferta tych instytucji i duża elastyczność ich produktów, a także niższe koszty zawierania transakcji zabezpieczających. Największy segment rynku instrumentów pochodnych OTC w Polsce stanowiły instrumenty pochodne na wskaźniki WIBOR.

Tabela 5.4.1. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2020–2023 (w mln zł)

	2020	2021	2022	2023
Pozagiełdowe instrumenty pochodne	8 683,7	15 010,0	15 144,8	15 706,3
- stopy procentowej	6 304,2	8 148,8	10 040,4	11 418,4
- walutowe	2 379,5	6 861,2	5 104,3	4 287,9
Giełdowe instrumenty pochodne	985,2	1 105,5	1 478,2	1 540,7
- walutowe	38,7	64,5	72,5	74,5
- związane z rynkiem akcji	946,5	1 041,0	1 405,7	1 466,2
- w tym <i>futures</i> na WIG20	844,1	930,0	1 322,1	1 392,9

Uwagi: obroty na rynku OTC wyliczono według wartości nominalnej, a na rynku giełdowym według kwot rozliczenia transakcji. Rynek giełdowy obejmuje tylko instrumenty notowane na GPW (transakcje sesyjne i pakietowe). Kategoria walutowych instrumentów pochodnych nie uwzględnia transakcji *fx swap*. Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: opracowano na podstawie danych GPW oraz danych pozyskanych od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Płynność globalnego rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC była determinowana głównie przez obroty realizowane na rynku *offshore*. Wartość transakcji zawartych między nierezydentami była wielokrotnie większa od wartości obrotów na rynku krajowym, co wynikało przede wszystkim z dużej aktywności banków londyńskich oraz zagranicznych funduszy hedgingowych realizowanych poza Polską.

W 2023 r. wolumen obrotów instrumentami pochodnymi na GPW wyniósł niecałe 14,7 mln kontraktów i był on o 5,9% mniejszy niż rok wcześniej. Największy spadek aktywności odnotowano w segmencie kontraktów terminowych na makroindeksy oraz akcje pojedynczych spółek. Inwestorzy indywidualni wykorzystywali głównie akcyjne instrumenty pochodne oraz

(w mniejszym stopniu) walutowe kontrakty *futures*, natomiast inwestorzy instytucjonalni oprócz transakcji o charakterze spekulacyjnym przeprowadzali również m.in. operacje arbitrażowe. Największym zainteresowaniem uczestników giełdowego rynku instrumentów pochodnych w Polsce nadal cieszyły się kontrakty *futures* na indeks WIG20. Transakcje tymi instrumentami stanowiły w analizowanym okresie 90,4% całkowitej wartości obrotów na tym rynku.

5.4.2. Pozagiełdowe finansowe instrumenty pochodne

Krajowy rynek pozagiełdowych finansowych instrumentów pochodnych umożliwia instytucjom finansowym i przedsiębiorstwom zabezpieczanie się przede wszystkim przed ryzykiem zmian stóp procentowych oraz kursów walutowych. Pozwala również na podejmowanie ryzyka rynkowego. Oprócz tego instrumenty generujące płatności zbliżone do płatności wynikających z instrumentów bazowych (np. papierów dłużnych) są wykorzystywane w strategiach arbitrażowych.

Ze względu na zdecentralizowany charakter rynku OTC jego organizatorami i głównymi uczestnikami są banki. Wartość nominalna pozycji brutto banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC na koniec 2023 r. wyniosła ponad 3,9 bln zł (wzrost o prawie 14% w porównaniu z końcem 2022 r.). Pozycje te były wykazywane przez 35 banków i oddziałów instytucji kredytowych działających w Polsce, przy czym rynek ten charakteryzował się wysokim stopniem koncentracji. Na pięć największych podmiotów przypadało około 80% wartości nominalnej tych instrumentów, a na 10 – ponad 95% tej wartości.

Banki krajowe utrzymywały największe zaangażowanie w instrumentach pochodnych stopy procentowej – wartość otwartych pozycji z ich tytułu wyniosła na koniec roku prawie 3,6 mld zł (tabela 5.4.2). Dominowały operacje IRS nominowane w złotych, które są przeważnie zawierane na okresy kilkuletnie i długo pozostają w sprawozdaniach banków³⁴⁴. Największy wzrost zaangażowania odnotowano jednak w przypadku transakcji FRA – zaangażowanie z tego tytułu na koniec 2023 r. było o około 70% wyższe niż rok wcześniej.

Wartość otwartych pozycji z tytułu walutowych instrumentów pochodnych na koniec analizowanego okresu wyniosła niecałe 0,4 mld zł i była o ponad 20% niższa niż rok wcześniej. Wśród tych instrumentów największe pozycje pozabilansowe wynikały z długoterminowych transakcji CIRS, przy czym w przypadku operacji z udziałem złotego większe były otwarte pozycje z tytułu zawieranych z dużą częstotliwością i na znaczną skalę transakcji *forward*, pomimo że przeciętnie charakteryzowały się one relatywnie krótkimi pierwotnymi terminami zapadalności.

³⁴⁴ Sprawozdawczość pozycji pozabilansowych banków obejmuje wartość nominalną wszystkich transakcji, które nie wygasły na dzień sporządzenia sprawozdania – niezależnie od tego, kiedy zostały zawarte.

Tabela 5.4.2. Pozycje brutto banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC na koniec 2022 i 2023 r. (według wartości nominalnej instrumentów, w mld zł)

	2022		2023	
	złoty ¹	inne waluty	złoty ¹	inne waluty
Instrumenty stopy procentowej	2 689,1	307,9	3 179,8	385,5
- transakcje IRS	2 295,1	228,6	2 519,5	260,0
- transakcje FRA	388,4	0,0	655,3	0,3
- opcje	5,3	35,4	4,3	35,1
- transakcje OIS	0,3	27,0	0,3	53,8
- transakcje <i>forward</i> na obligacje	0,1	0,0	0,4	0,0
- inne	0,0	17,0	0,0	36,3
Instrumenty walutowe	398,4	61,7	309,2	57,4
- transakcje <i>forward</i> ²	155,4	13,9	121,4	8,7
- transakcje CIRS	109,6	45,9	93,8	44,6
- opcje	133,4	1,9	94,0	4,1
Instrumenty związane z rynkiem akcji³	14,0		15,9	
Instrumenty kredytowe	0,0		0,0	

¹ Dla instrumentów walutowych przedstawiono wartość nominalną transakcji pochodnych na kursy wymiany złotego względem walut obcych.

² Prezentowane wartości nie uwzględniają pozycji brutto z tytułu transakcji *fx swap*, które w niniejszym opracowaniu zaliczane są do instrumentów rynku pieniężnego.

³ Ze względu na przekroje, w których dostępne są dane, kategoria ta obejmuje również opcje giełdowe na akcje i indeksy akcji.

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: NBP.

Niewielka wartość pozycji brutto banków krajowych z tytułu transakcji instrumentami pochodnymi z ekspozycją na rynek akcji była związana ze stosowaną przez działające w ramach tych podmiotów biura maklerskie strategią zarządzania ryzykiem rynkowym, tj. zamykaniem na koniec dnia pozycji we wspomnianych instrumentach (*day trading*). Na koniec 2023 r. banki krajowe nie wykazywały zaangażowania na rynku kredytowych instrumentów pochodnych.

W 2023 r. wszystkie krajowe instytucje finansowe operujące instrumentami pochodnymi były zobowiązane, zgodnie z odpowiednimi regulacjami UE³⁴⁵, do wnoszenia zmiennych (właściwych) depozytów zabezpieczających w transakcjach rozliczanych bilateralnie. Ponadto znaczna część krajowego sektora finansowego (tj. podmioty należące do grup kapitałowych, dla których wartość pozycji z tytułu instrumentów pochodnych OTC rozliczanych bilateralnie przekraczała

³⁴⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (EU) 2016/2251 z dnia 4 października 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Dz. Urz. UE L340 z 2016 r., s. 9 i dalsze).

równowartość 8 mld euro) była również objęta wymogiem wnoszenia wstępnych (początkowych) depozytów zabezpieczających³⁴⁶.

5.4.2.1. Instrumenty pochodne stopy procentowej

Wielkość rynku

Na krajowym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w 2023 r. obserwowano, szósty rok z rzędu, wyraźny wzrost wartości średnich dziennych obrotów netto. W analizowanym okresie wyniosły one 11,4 mld zł, czyli o ponad 13% więcej niż rok wcześniej. Wpływ na to miało przede wszystkim dużo większe zainteresowanie uczestników rynku transakcjami FRA.

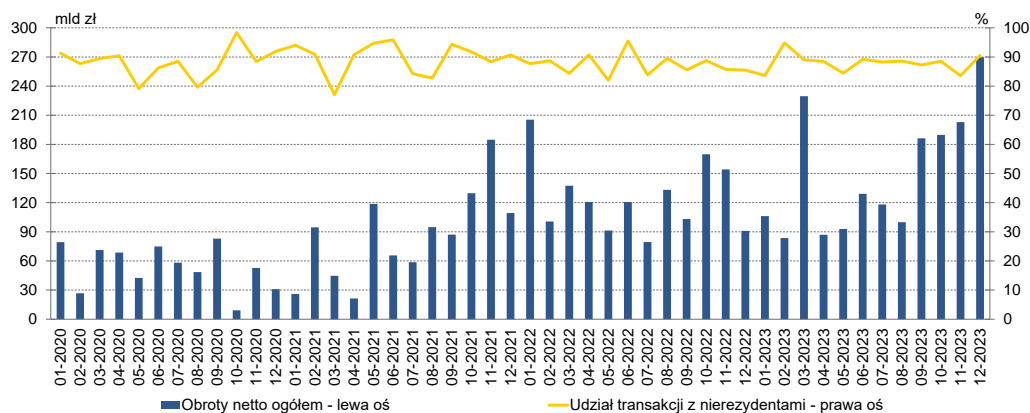
W analizowanym okresie średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji FRA zwiększyły się o 19% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosły prawie 7,2 mld zł (wykres 5.4.1), osiągając tym samym historycznie największą wartość. Do takiego wzrostu aktywności na tym rynku przyczyniły się przede wszystkim zróżnicowane oczekiwania jego uczestników co do przyszłego poziomu stóp procentowych NBP. Silne zmiany tych oczekiwań, spowodowane m.in. utrzymującą się niepewnością odnośnie do tempa wzrostu gospodarczego Polski w kontekście agresji Rosji na Ukrainę, zmniejszającą się presją inflacyjną oraz niepewnością związaną z uwarunkowaniami o charakterze politycznym i regulacyjnym skłaniały krajowe i zagraniczne banki do wykorzystywania transakcji FRA zarówno w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem stóp procentowych, jak i spekulacji na ich zmiany.

Zainteresowanie tymi instrumentami zmieniało się w poszczególnych miesiącach 2023 r. Największą aktywność na rynku transakcji FRA obserwowano:

- w marcu, po publikacji rocznego wskaźnika CPI za styczeń 2023 r., który był niższy niż analogiczny wskaźnik za grudzień 2022 r., co wzmocniło oczekiwania części uczestników rynku na obniżki stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie (wykres 5.4.2);
- we wrześniu, kiedy w reakcji na większą od oczekiwaną przez uczestników rynku obniżkę stóp procentowych NBP niektórzy z nich zrewidowali swoje prognozy dotyczące przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej banku centralnego w krótkim okresie;
- w okresie październik–grudzień, kiedy podwyższona niepewność polityczna związana z wynikami wyborów parlamentarnych w Polsce przekładała się na zróżnicowane oczekiwania uczestników rynku co do rozwoju sytuacji gospodarczej i przyszłego tempa zmian stóp procentowych.

³⁴⁶ Szerzej o mechanizmie funkcjonowania depozytów zabezpieczających w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r.*, NBP, 2020, s. 321–325.

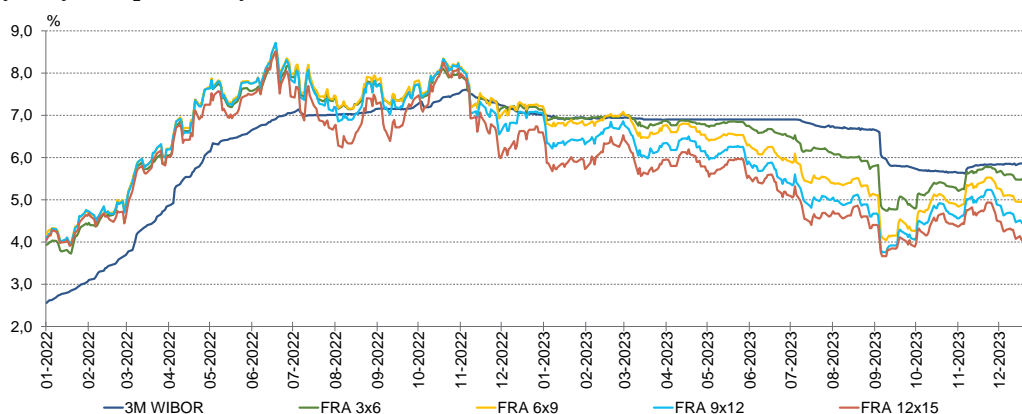
Wykres 5.4.1. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji FRA nominowanych w złotych w latach 2020–2023



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Wykres 5.4.2. Bieżące (wskaźnik WIBOR 3M) i oczekiwane stopy procentowe (stawki FRA) na krajowym rynku pieniężnym w latach 2022–2023



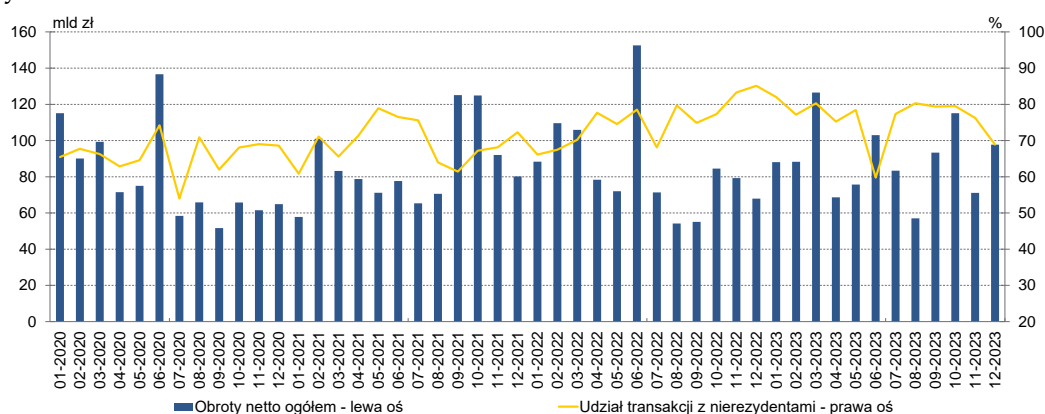
Źródło: Bloomberg.

Średnia dzienna wartość operacji zrealizowanych na krajowym rynku transakcji IRS w 2023 r. wyniosła 4,3 mld zł i była o około 5% większa od zaobserwowanej rok wcześniej (wykres 5.4.3). Na zwiększone zainteresowanie zawieraniem transakcji IRS wpływały m.in. zróżnicowane oczekiwania uczestników rynku dotyczące wysokości stóp procentowych w Polsce w krótkim i średnim okresie oraz związane ze zmianami tych oczekiwań istotne przesunięcia krzywej dochodowości transakcji IRS w 2023 r. (wykres 5.4.4).

Transakcje IRS są wykorzystywane przez banki krajowe m.in. do zabezpieczania się przed spadkiem cen obligacji skarbowych. Utrzymująca się przez dużą część 2023 r. relatywnie wysoka stopa inflacji i związana z tym niepewność co do przyszłych zmian stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie mogły skłaniać banki działające w Polsce do zawierania i rolowania wspomnianych transakcji w celu ograniczenia negatywnego wpływu ewentualnego wzrostu stóp

procentowych na ich wyniki finansowe. Ponadto nierównoległe przesunięcia krzywej dochodowości transakcji IRS, szczególnie w IV kwartale 2023 r., skłaniały niektórych uczestników rynku do spekulacji na zmiany jej nachylenia, a różnice w ukształtowaniu tej krzywej względem krzywej dochodowości krajowych obligacji skarbowych (zwłaszcza na krótkim końcu) mogły być wykorzystywane w strategiach arbitrażowych bazujących na różnicach między wartościami oczekiwanych strumieni płatności z tytułu transakcji IRS oraz odpowiadających im pod względem terminu zapadalności krajowych obligacji skarbowych.

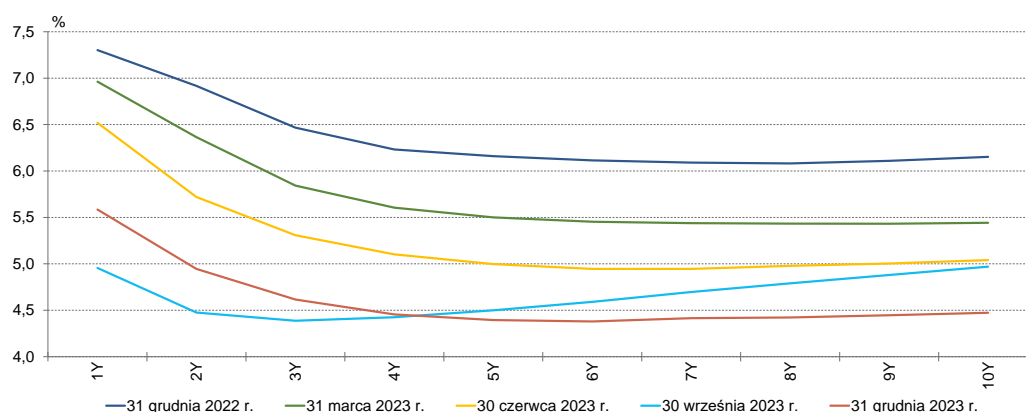
Wykres 5.4.3. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji IRS nominowanych w złotych w latach 2020–2023



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Wykres 5.4.4. Krzywe dochodowości transakcji IRS nominowanych w złotych w wybranych dniach 2022 i 2023 r.



Źródło: Bloomberg.

Na krajowym rynku opcji na stopę procentową transakcje zawierano sporadycznie. Aktywność na nim jest silnie związana z dążeniem banków krajowych do ograniczania ryzyka rynkowego wynikającego z oferowania przez niektóre z nich inwestycyjnych produktów strukturyzowanych z wbudowanymi opcjami (nieujętych w sprawozdawczości obrotów na rynku instrumentów

pochodnych OTC). Średnie dzienne obroty opcjami na stopę procentową w 2023 r. wyniosły niecałe 13 mln zł i były o ponad 20% mniejsze niż rok wcześniej. Spadek obrotów w tym segmencie rynku mógł wynikać ze zmniejszonej popularności wspomnianych produktów strukturyzowanych, do której przyczyniało się wyższe nominalne oprocentowanie (i tym samym postrzegana atrakcyjność) tradycyjnych lokat bankowych, jak również atrakcyjna oferta obligacji oszczędnościowych.

W 2023 r. w Polsce *de facto* nie funkcjonował rynek nominowanych w złotych transakcji OIS. Pojedyncze transakcje zawierane między niektórymi bankami krajowymi bazowały na indeksie WIRON i miały charakter techniczny. W związku z tym średnia dzienna wartość obrotów na tym rynku była znikoma i w 2023 r. wyniosła 1,2 mln zł. Brak wiarygodnych oraz reprezentatywnych, tj. bazujących na rzeczywistych transakcjach, stawek OIS uniemożliwił konstruowanie na ich podstawie krzywych, które mogłyby być stosowane do wyceny instrumentów finansowych nominowanych w złotych.

Uczestnicy rynku

Krajowy rynek instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej charakteryzował się wysoką koncentracją obrotów – w 2023 r. pięć najbardziej aktywnych banków realizowało ponad 86% operacji FRA oraz 85% operacji IRS pod względem ich wartości. Bardzo istotną funkcję na tym rynku pełniły podmioty zagraniczne – udział transakcji z nierezydentami wyniósł w przypadku FRA i IRS, odpowiednio, 88% i 76%. Jednocześnie transakcje dokonywane między bankami krajowymi stanowiły, odpowiednio, około 11% i 19% wartości obrotów netto (tabela 5.4.3).

Tabela 5.4.3. Średnia dzienna wartość transakcji banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w Polsce według kontrahentów w latach 2020–2023 (w mln zł)

	2020	2021	2022	2023
Transakcje FRA	2 531,3	4 074,8	5 979,5	7 150,3
- z bankami krajowymi	285,6	348,4	640,7	688,2
- z podmiotami niebankowymi	30,9	61,9	102,2	168,0
- z nierezydentami	2 214,8	3 664,5	5 236,6	6 294,1
Transakcje IRS	3 747,4	4 046,6	4 044,5	4 254,0
- z bankami krajowymi	1 068,4	1 019,0	787,9	804,4
- z podmiotami niebankowymi	173,9	234,5	227,1	215,2
- z nierezydentami	2 505,1	2 793,0	3 029,5	3 234,4
Opcje na stopę procentową	25,5	27,4	16,4	12,8
- z bankami krajowymi	0,0	0,1	0,0	0,0
- z podmiotami niebankowymi	4,6	6,2	5,0	5,4
- z nierezydentami	20,9	21,1	11,4	7,5

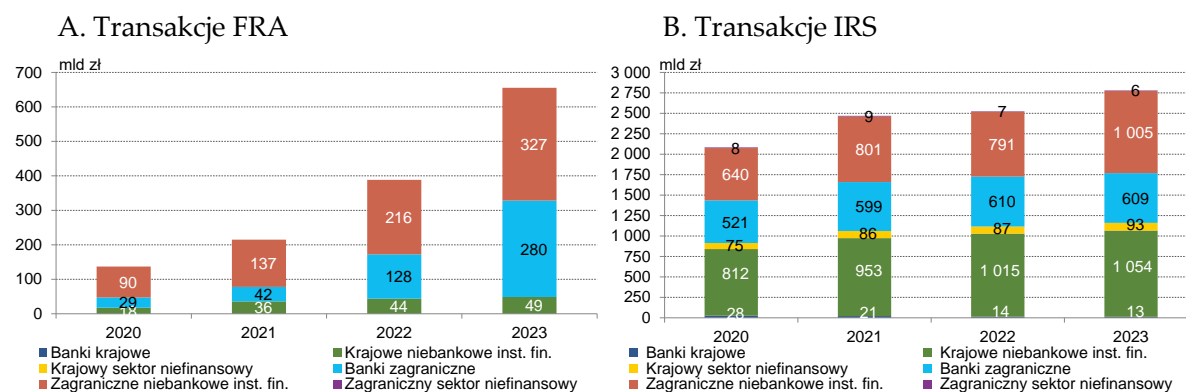
Uwagi: w odniesieniu do transakcji między bankami krajowymi wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości. Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

W przypadku opcji na stopę procentową operacje z nierezzydentami odpowiadały za 58% obrotów. Transakcje te służyły bankom krajowym do niwelowania ekspozycji na ryzyko rynkowe, wynikające m.in. z transakcji opcjami zawartych z krajowymi klientami niefinansowymi oraz z opcji wbudowanych w oferowane klientom detalicznym produkty strukturyzowane.

Struktura podmiotowa pozycji brutto banków krajowych z tytułu transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej (odzwierciedlająca podmioty, na które banki posiadają ekspozycje w sensie prawnym, niezależnie od pierwotnych stron transakcji), jest bezpośrednio związana z upowszechnieniem się ich rozliczania przez CCP. Na koniec 2023 r. prawie 99% wartości tych pozycji względem krajowych niebankowych instytucji finansowych było efektem nowacji rozliczeniowej zastosowanej w odniesieniu do transakcji przekazywanych do CCP (wykres 5.4.5). W przypadku transakcji FRA i IRS zawartych z zagranicznymi podmiotami finansowymi operacje rozliczane przez CCP odpowiadały za około 60% wartości pozycji brutto, natomiast znaczna część pozostałych pozycji wynikała z tzw. transakcji wewnątrzgrupowych, zawartych z innymi bankami funkcjonującymi w ramach tej samej grupy kapitałowej i tym samym zwolnionymi z obowiązku centralnego rozliczania. Pomimo zaobserwowanego w 2023 r. wzrostu zainteresowania niektórych niebankowych instytucji finansowych (tj. funduszy inwestycyjnych oraz zakładów ubezpieczeń) zawieraniem transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej udział operacji tych podmiotów w obrotach pozostawał niewielki.

Wykres 5.4.5. Pozycje brutto banków krajowych na rynku transakcji FRA i IRS na koniec grudnia w latach 2020–2023 według kontrahentów (wartość nominalna instrumentów)



Źródło: NBP.

W 2023 r. krajowe podmioty niefinansowe nieznacznie zmniejszyły aktywność na rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej, co mogło wynikać z ograniczenia skłonności do inwestowania w warunkach wyższych stóp procentowych oraz dużej niepewności związanej m.in. z agresją Rosji na Ukrainę. Transakcje IRS były bowiem najczęściej wykorzystywane przez duże przedsiębiorstwa do zabezpieczania się przed wzrostem kosztów finansowania inwestycji, pozyskiwanego z kredytów bankowych i emisji obligacji, których kupony odsetkowe były określane na podstawie wskaźników WIBOR.

Struktura rynku

W 2023 r. w strukturze terminowej zawieranych na rynku krajowym transakcji FRA przeważały instrumenty o terminach zapadalności powyżej trzech miesięcy (tabela 5.4.4). Największym zainteresowaniem cieszyły się instrumenty o niestandardowych terminach rozliczenia krótszych niż jeden rok. Innymi płynnymi segmentami rynku były transakcje: 1x4, 3x6 oraz 2x5. Taka struktura terminowa operacji FRA mogła odzwierciedlać silne zróżnicowanie oczekiwań uczestników rynku odnośnie do tempa oraz skali zmian stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie.

W strukturze obrotów na krajowym rynku transakcji IRS złotego istotnie spadł udział operacji o pierwotnych terminach zapadalności powyżej pięciu lat. W związku ze stopniowym zmniejszaniem się presji inflacyjnej w 2023 r. większość uczestników rynku oczekiwała obniżek stóp procentowych NBP w najbliższych latach. Z tego względu podmioty posiadające duże portfele dłużnych papierów wartościowych i chcące zabezpieczyć się przed ryzykiem stopy procentowej mogły preferować zawieranie transakcji o krótszych terminach zapadalności, które dawały im większą elastyczność w reagowaniu na decyzje dotyczące polityki pieniężnej.

Standardowe kwoty nominalne operacji na międzybankowym rynku FRA wynosiły 500 mln zł dla transakcji, w których stawką referencyjną był wskaźnik WIBOR 3M, oraz 250 mln zł dla transakcji bazujących na wskaźnikach WIBOR 1M i WIBOR 6M. Z kolei standardowe wartości nominalne transakcji IRS nominowanych w złotych wynosiły: 200 mln zł dla swapów rocznych, 100 mln zł dla swapów dwuletnich oraz do 50 mln zł dla swapów o dłuższych pierwotnych terminach zapadalności. W operacjach IRS o pierwotnych terminach zapadalności do roku włącznie stawką referencyjną był wskaźnik WIBOR 3M, natomiast w transakcjach o terminach zapadalności powyżej jednego roku – WIBOR 6M.

Tabela 5.4.4. Struktura terminowa transakcji IRS i FRA nominowanych w złotych w latach 2022–2023 (w %)

FRA	<1M	1-3M	3-6M	6-9M	>9M
2022	18,7	38,4	10,7	6,9	25,3
2023	16,6	25,0	10,5	7,8	40,2
IRS	<1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	>5Y
2022	11,3	22,6	14,1	30,2	21,8
2023	15,6	25,0	16,5	30,4	12,4

Uwagi: struktura według pierwotnych terminów zapadalności; przedziały są prawostronnie domknięte. Suma wartości z poszczególnych kolumn może nieznacznie różnić się od 100% ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Infrastruktura rynku

Na krajowym rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej warunki transakcji były uzgadniane przeważnie w elektronicznych systemach konwersacyjnych lub za pośrednictwem

brokerów głosowych. Rzadziej zawierano transakcje przez telefon – metoda ta wykorzystywana była głównie w segmencie klientowskim.

Istotne znaczenie dla funkcjonowania krajowego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej miał obowiązek centralnego rozliczania niektórych klas tych instrumentów³⁴⁷. Prawie 80% nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS zawartych w 2023 r. na rynku krajowym stanowiły operacje rozliczane w CCP. Obserwowany w analizowanym okresie spadek udziału transakcji rozliczanych centralnie w porównaniu z poprzednim rokiem (z 88% do 80%) w głównej mierze wynikał z większej wartości transakcji realizowanych w ramach tej samej grupy kapitałowej (rozporządzenie EMIR dopuszcza bowiem zwolnienie transakcji wewnątrzgrupowych z obowiązku centralnego rozliczania).

W przypadku transakcji realizowanych między podmiotami krajowymi korzystano z usług KDPW_CCP, m.in. ze względu na bezpośredni dostęp tych podmiotów do izby rozliczeniowej oraz możliwość ustanawiania zabezpieczeń w postaci obligacji skarbowych nominowanych w złotych. Na koniec 2023 r. członkami rozliczającymi KDPW_CCP w obszarze rozliczeń transakcji instrumentami pochodnymi OTC było czternaście banków krajowych aktywnych na rynku tych instrumentów w Polsce. Spośród nich trzy miały status generalnego członka rozliczającego, który pozwalał im na świadczenie usług rozliczeniowych na rzecz innych podmiotów (zgodnie z dostępnymi informacjami nie świadczyły one jednak usługi *client clearing*). Wartość pozycji banków krajowych z tytułu transakcji pochodnych OTC stopy procentowej rozliczonych w KDPW_CCP na koniec 2023 r. wyniosła 1,1 mld zł, w tym ponad 1,0 mld zł stanowiły pozycje z tytułu transakcji IRS (wykres 5.4.5).

Zdecydowana większość nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS zawieranych z nierezydentami była natomiast przekazywana, głównie za pośrednictwem banków zagranicznych³⁴⁸, do rozliczenia przez CCP zlokalizowanego w Londynie – LCH Ltd. Na podstawie dostępnych danych można szacować, że na koniec 2023 r. wartość pozycji banków krajowych z tytułu transakcji pochodnych OTC stopy procentowej rozliczonych w tej izbie wyniosła około 1,3 bln zł, z czego za ponad 0,3 bln zł odpowiadały transakcje FRA, natomiast około 1,0 bln zł przypadało na transakcje IRS (wykres 5.4.5). Banki zagraniczne, które pełnią funkcję animatorów globalnego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej, preferują kierowanie transakcji do tej izby, ponieważ odnoszą one znaczne korzyści z regularnego stosowania kompresji portfela przez wspomniany podmiot (szerzej o tej metodzie potransakcyjnej

³⁴⁷ Wspomnianym obowiązkiem objęte są nominowane w złotych transakcje FRA (o pierwotnych terminach zapadalności do 2 lat włącznie) oraz transakcje IRS *fixed-float* (tj. takie, w których zobowiązania jednej strony są naliczane według stopy stałej, a zobowiązania drugiej według stopy zmiennej, o terminach zapadalności do 10 lat włącznie).

³⁴⁸ W 2023 r. ING Bank Śląski SA był jedynym bankiem krajowym posiadającym status członka rozliczającego w LCH Ltd. Pozostałe banki krajowe przekazywały swoje transakcje do rozliczenia w tej izbie w ramach usługi *client clearing* świadczonej przez banki zagraniczne (z siedzibami m.in. w Wielkiej Brytanii, Francji oraz Niemczech).

redukcji ryzyka – patrz ramka 5.4.1). Transakcje nierezydentów wspomnianymi instrumentami były ponadto na niewielką skalę rozliczane przez amerykańską izbę rozliczeniową CME.

Ramka 5.4.1. Kompresja portfela instrumentów pochodnych

Kompresja portfela instrumentów pochodnych jest potransakcyjną techniką redukcji ryzyka operacyjnego i kredytowego kontrahenta, wynikającego z transakcji wchodzących w skład tego portfela (skala ryzyka rynkowego nie ulega zasadniczej zmianie). Polega ona na redukowaniu nominalnej ekspozycji brutto portfela (*gross market exposure*), rozumianej jako suma wartości nominalnych nabytych i sprzedanych instrumentów pochodnych, przez obniżanie wartości nominalnej lub rozwiązywanie poszczególnych transakcji, które mają podobny cel ekonomiczny, lecz zostały zawarte w różnych kierunkach lub z różnymi kontrahentami. W niektórych przypadkach zawierane są również zastępcze (nowe) transakcje, tak aby jak najwierniej odwzorować profil ryzyka rynkowego związany z pierwotnym portfelem transakcji pochodnych. Z kolei nominalna ekspozycja netto portfela (*net market exposure*), będąca różnicą między wartością nominalną nabytych i sprzedanych instrumentów pochodnych, nie ulega zasadniczo zmianie w wyniku zastosowania kompresji. Wyznacza ona minimalny poziom, do którego redukcja nominalnej ekspozycji brutto portfela jest możliwa.

Omawiana technika redukcji ryzyka znajduje zastosowanie przede wszystkim na rynku OTC, w przypadku transakcji pochodnych rozliczanych zarówno centralnie, jak i bilateralnie. Kompresowane portfele składają się z instrumentów pochodnych o podobnych charakterystykach, najczęściej są to pozagiełdowe transakcje pochodne stopy procentowej, takie jak IRS i OIS. Technika ta jest również stosowana, choć w mniejszym stopniu, wobec portfeli walutowych instrumentów pochodnych, na przykład *outright forward*. Relatywnie rzadko stosuje się kompresję dla kredytowych, akcyjnych oraz surowcowych transakcji pochodnych (m.in. w związku z mniejszą standaryzacją tych transakcji).

Kompresję portfela przeprowadza się w układzie dwustronnym albo wielostronnym. Dwustronna polega na uwzględnieniu transakcji pochodnych zawartych wyłącznie między dwoma kontrahentami. W układzie wielostronnym kompresji poddawane są portfele transakcji pochodnych trzech lub więcej uczestników rynku, przy czym nie muszą występować między nimi bezpośrednie relacje bilateralne.

Redukcja nominalnej ekspozycji brutto portfela jest osiągnięta za pomocą jednej z dwóch metod:

- obniżanie wartości nominalnej lub rozwiązywanie analogicznych transakcji pochodnych o różnych kierunkach,
- obniżanie wartości nominalnej lub rozwiązywanie analogicznych transakcji pochodnych o różnych kierunkach oraz jednoczesne zawieranie zastępczych (nowych) transakcji pochodnych, które odwzorowują wypadkowy kierunek redukowanych/rozwiązywanych umów.

Niewielka grupa podmiotów wyspecjalizowanych w zakresie potransakcyjnej optymalizacji portfela (tzw. kompresorzy) oferuje uczestnikom rynku usługę kompresji portfela. Niektórzy CCP przeprowadzają okresowo kompresję transakcji realizowanych przez członków rozliczających. Ponadto kompresorzy coraz częściej współpracują z izbami rozliczeniowymi w celu zaoferowania bardziej kompleksowych rozwiązań.

Mechanizm działania dwustronnej i wielostronnej kompresji portfela instrumentów pochodnych

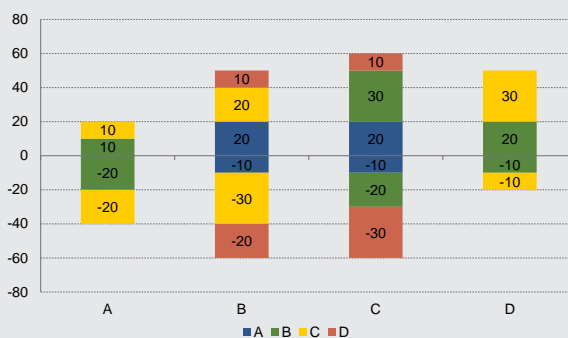
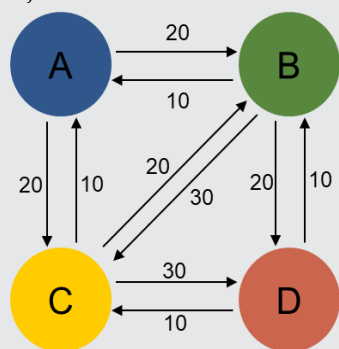
Efektywność kompresji określa się przeważnie przez skalę redukcji sumy nominalnej ekspozycji brutto wszystkich uwzględnionych w tym procesie portfeli. Determinują ją zarówno wybór metody kompresji, jak i liczba uczestników rynku biorących udział w tym procesie.

Uproszczony mechanizm działania kompresji przedstawiono na schematach 1, 2 i 3. Na panelach po lewej stronie zaprezentowano relacje uczestników rynku wynikające z zawartych przez nich transakcji pochodnych. Strzałki oznaczają pojedyncze transakcje zawarte między czterema podmiotami (A, B, C i D).

Dla uproszczenia przyjęto, że transakcje te mają dokładnie taką samą charakterystykę (ten sam rodzaj instrumentu pochodnego, instrument bazowy, termin zapadalności, terminy płatności itp.). Różnią się one wyłącznie wartościami nominalnymi i kierunkiem (strzałka przychodząca oznacza należność pozabilansową danego uczestnika, a strzałka wychodząca symbolizuje zobowiązanie pozabilansowe). Na panelach po prawej stronie w formie słupków przedstawiono łączną wartość pozycji poszczególnych podmiotów z tytułu wspomnianych transakcji pochodnych. Słupki powyżej zera na osi pionowej przedstawiają należności danego uczestnika w kolorze właściwym dla odpowiednich zobowiązań jego kontrahentów, natomiast słupki poniżej zera obrazują zobowiązania danego podmiotu w kolorze właściwym dla odpowiadających im należności kontrahentów.

Początkowe relacje między uczestnikami kompresji oraz ich pozycje są przedstawione na Schemacie I. Nominalne ekspozycje brutto pojedynczych uczestników, będące sumą wartości znajdujących się przy strzałkach przychodzących i wychodzących względem danego uczestnika kompresji, wynoszą: 60 (A), 110 (B), 120 (C), 70 (D). Całkowita nominalna ekspozycja brutto wszystkich uczestników kompresji wynosi zatem 360¹. Z kolei nominalne ekspozycje netto poszczególnych uczestników kształtują się następująco: -20 (A), -10 (B), 0 (C), 30 (D). Wynikają one z różnic między wartościami przy strzałkach przychodzących (należnościami) i wychodzących (zobowiązaniami) względem danego uczestnika. Suma ekspozycji netto uczestników kompresji wynosi zero.

Schemat I. Początkowe relacje oraz wartości pozycji uczestników kompresji wynikające z zawartych transakcji

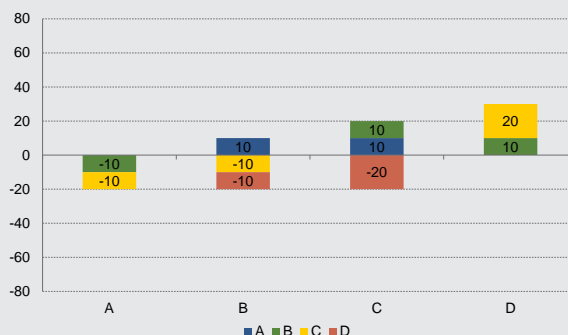
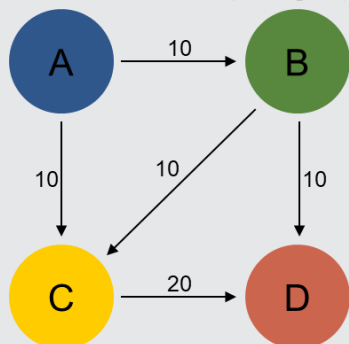


Uwaga: liczby przy strzałkach oznaczają wartości nominalne transakcji pochodnych.

Źródło: opracowanie NBP.

Na schemacie II przedstawiono efekty zastosowania kompresji dwustronnej w relacjach między poszczególnymi parami kontrahentów. Pozwala ona rozwiązać ekonomicznie podobne transakcje pochodne lub obniżyć ich wartości nominalne w relacjach bilateralnych (np. A z B, A z C, B z D itd.)². Przeprowadzona redukcja wartości nominalnej jest oznaczona przez obniżenie wartości przy strzałce, natomiast rozwiązane transakcje skutkują zanikiem odpowiedniej strzałki (w porównaniu ze Schematem 1). W wyniku kompresji całkowita nominalna ekspozycja brutto wszystkich uczestników kompresji maleje z 360 do 120, przy czym największe korzyści odnoszą podmioty B i C (każdy z nich zmniejszył swoją nominalną ekspozycję brutto o 80). Wartości nominalnych ekspozycji brutto poszczególnych uczestników kształtują się następująco: 20 (A), 30 (B), 40 (C), 30 (D). Co istotne, nominalne ekspozycje netto poszczególnych uczestników kompresji (które można traktować jako przybliżenie skali ponoszonego przez nich ryzyka rynkowego), a także ich suma, pozostają bez zmian.

Schemat II. Relacje oraz wartości pozycji uczestników kompresji wynikające z zawartych transakcji po zastosowaniu dwustronnej kompresji

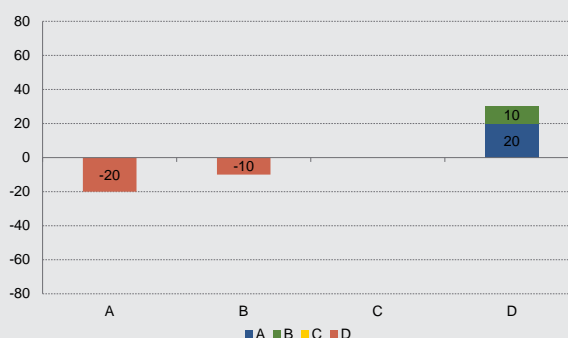
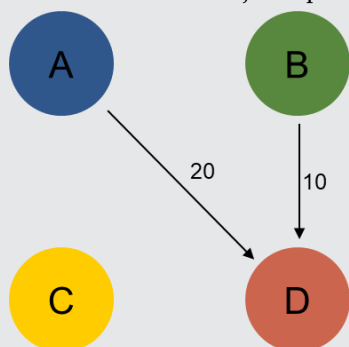


Uwaga: liczby przy strzałkach oznaczają wartości nominalne transakcji pochodnych.

Źródło: opracowanie NBP.

W praktyce w przypadku kompresji obejmującej więcej niż dwóch uczestników rynku poszukuje się od razu optymalnego rozwiązania wielostronnego. Efekty zastosowania kompresji wielostronnej przedstawiono na Schemacie III. W tym przypadku, poza obniżeniem wartości nominalnych transakcji pochodnych oraz ich rozwiązaniem, dodatkowo zawarta jest nowa transakcja zastępcza między uczestnikami, którzy pierwotnie nie byli bezpośrednimi kontrahentami żadnej operacji (nowa strzałka od A do D). W efekcie całkowita nominalna ekspozycja brutto spada ze 120 do 60, przy czym ekspozycje brutto dla poszczególnych uczestników wynoszą odpowiednio: 20 (A), 10 (B), 0 (C), 30 (D). Całkowita nominalna ekspozycja netto oraz jej wartości dla poszczególnych uczestników kompresji pozostają niezmienione. Tym samym zarówno całkowita nominalna ekspozycja brutto, jak i jej indywidualne dla uczestników wartości, osiągają poziom nominalnej ekspozycji netto. Oznacza to uzyskanie maksymalnej efektywności (optymalnej) kompresji w rozpatrywanym przykładzie. Istotnie zmienił się również profil ryzyka kredytowego kontrahenta uczestnika D. W wyniku kompresji podmiot ten jest narażony na ryzyko kredytowe innych kontrahentów niż na początku (pojawiła się ekspozycja podmiotu D na podmiot A). Z kolei, początkowo największa nominalna ekspozycja brutto podmiotu C w wyniku kompresji jest zniwelowana do zera.

Schemat III. Relacje oraz wartości pozycji uczestników kompresji wynikające z zawartych transakcji po zastosowaniu wielostronnej kompresji



Uwaga: liczby przy strzałkach oznaczają wartości nominalne transakcji pochodnych.

Źródło: opracowanie NBP.

Obniżenie wartości nominalnej lub rozwiązanie pierwotnych transakcji pochodnych w portfelu, w połączeniu z zawarciem zastępczych transakcji, pozwala na maksymalizację korzyści z tytułu kompresji. Nowe transakcje zastępcze mają charakter techniczny, co oznacza, że nie wpływają na rynkowy proces

kształtowania się cen instrumentów finansowych (*non-price forming*) ani zasadniczo nie zmieniają ekspozycji kompresowanych portfeli na ryzyko rynkowe, niemniej mogą one wpływać na indywidualny profil ryzyka kredytowego kontrahenta poszczególnych uczestników kompresji. Co więcej, zastosowanie tej metody kompresji nie zawsze jest wykonalne lub optymalne, m.in. ze względu na możliwość zaistnienia obowiązku centralnego rozliczania transakcji zastępczych. Co do zasady efektywność kompresji powinna zwiększać się również wraz ze wzrostem liczby uczestników biorących w niej udział, co wynika z większej puli transakcji umożliwiających kompresorowi kalkulację korzystniejszych dla podmiotów działań.

Kwestie techniczne związane z kompresją portfela instrumentów pochodnych

Kompresja jest najczęściej przeprowadzana przez kompresorów, czyli wyspecjalizowane podmioty będące stroną trzecią w stosunku do uczestników, które dysponują zaawansowanymi algorytmami pozwalającymi na oferowanie takiej usługi. Ponadto korzystanie z usług podmiotów trzecich umożliwia zachowanie poufności danych dotyczących poszczególnych transakcji wchodzących w skład portfeli poddawanych kompresji. Jednak inaczej niż w przypadku kompresji wielostronnej, możliwe jest stosowanie kompresji dwustronnej bez korzystania z usług wyspecjalizowanego podmiotu³.

Uczestnicy kompresji w pierwszej kolejności przedkładają kompresorowi wybrane portfele transakcji oraz ustalają między sobą i z kompresorem akceptowany zakres zmiany skali ryzyka rynkowego i ryzyka kredytowego kontrahenta (*risk tolerances*). Wyrażają także zgodę na ewentualne gotówkowe rozliczenie różnic między rynkową wyceną pierwotnych transakcji podlegających kompresji oraz wartością rynkową transakcji będących jej rezultatem, jak również wyznaczają stosowny limit kwotowy takiego rozliczenia⁴. Wyznaczenie limitów dopuszczalnych zmian skali zredukowanych rodzajów ryzyka umożliwia wzajemną kompresję transakcji pochodnych o bardzo zbliżonych, ale niekoniecznie identycznych parametrach (np. termin płatności odsetkowych w jednej z nich może przypadać na kolejny dzień roboczy). Niedoskonałe dopasowanie transakcji może skutkować nieznacznymi zmianami w skali ryzyka rynkowego portfela. Z kolei dopuszczalna tolerancja zmian ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta odnosi się przede wszystkim do potencjalnego wzrostu ekspozycji względem poszczególnych uczestników kompresji⁵. W dalszej kolejności kompresor za pomocą własnych algorytmów opracowuje optymalny schemat działań dla wszystkich uczestników kompresji. Aby doszła ona do skutku, wymagana jest zgoda każdego uczestnika na wszystkie działania zaproponowane przez kompresora zgodnie z zasadą „wszystko albo nic” (*all or nothing*). Natomiast w przypadku stosowania kompresji dwustronnej bez korzystania z usług kompresora dwaj kontrahenci podejmują analogiczne działania bezpośrednio względem siebie. Znacznie niższa złożoność wymaganych obliczeń w układzie bilateralnym ułatwia stosowanie dwustronnej kompresji niewyspecjalizowanym uczestnikom rynku.

Korzyści i potencjalne zagrożenia związane z kompresją portfela instrumentów pochodnych

Jedną z podstawowych korzyści wynikających z kompresji portfela jest zmniejszenie ryzyka operacyjnego oraz kredytowego kontrahenta wynikającego z działalności na rynku instrumentów pochodnych⁶. Obniżenie wartości nominalnej lub liczby transakcji pochodnych redukuje skalę ryzyka operacyjnego przez usprawnienie procesu zarządzania kompresowanym portfelem. Spadek ryzyka kredytowego kontrahenta związany jest z kolei ze zmniejszeniem całkowitej nominalnej ekspozycji brutto uczestnika kompresji oraz potencjalnym obniżeniem liczby jego kontrahentów.

Kompresja może także uwolnić część kapitałów własnych uczestników rynku z tytułu ryzyka związanego z działalnością na rynku instrumentów pochodnych⁷. Może to być szczególnie istotne dla dużych banków pełniących funkcję animatorów rynku instrumentów pochodnych OTC. Podmioty te często posiadają bowiem portfele transakcji o dużej wartości ekspozycji nominalnej brutto i relatywnie niewielkiej ekspozycji nominalnej netto. W takim przypadku kompresja umożliwia wyraźne obniżenie wielkości wymaganego kapitału własnego, którego minimalny poziom dla banków wyznacza wskaźnik dźwigni Tier I⁸. Ponadto może się zmniejszyć również wartość ustanawianych przez uczestników rynku depozytów zabezpieczających w związku z redukcją wartości nominalnej lub liczby transakcji pochodnych

w kompresowanym portfelu, które stanowią jedno z kryteriów do wyznaczania wielkości depozytów wymaganych przez izby rozliczeniowe. Pozwala to jednocześnie efektywniej zarządzać płynnością przez uczestników rynku.

Trudno jednoznacznie ocenić wpływ kompresji na ryzyko systemowe. Ogólne zmniejszanie skali ryzyka operacyjnego i kredytowego kontrahenta ponoszonego przez poszczególnych uczestników rynku powinno przekładać się na poprawę stabilności systemu finansowego. W niektórych przypadkach efekt ten może być jednak ograniczony ze względu na modyfikację sieci powiązań transakcyjnych między uczestnikami rynku w wyniku m.in. zawierania transakcji zastępczych⁹. Jeśli w efekcie doszłoby np. do zwiększenia stopnia koncentracji, to mogłoby to zmniejszyć zdolność takiej sieci do absorpcji zewnętrznych szoków finansowych, jako że straty związane z niewypłacalnością jednego uczestnika rynku rozkładałyby się na mniejszą liczbę pozostałych uczestników¹⁰.

Zakres stosowania przez uczestników rynku kompresji portfela instrumentów pochodnych

Zgodnie z danymi Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) w kwietniu 2022 r. średnia dzienna wartość transakcji pochodnych OTC stopy procentowej wynikających z kompresji portfela wyniosła niecałe 337 mld USD, co stanowiło około 6,5% globalnych obrotów netto na tym rynku¹¹. Zdecydowaną większość z nich stanowiły instrumenty OIS i IRS, odpowiednio około 50% i 42%. W odniesieniu do segmentu walutowych instrumentów pochodnych OTC wartość analogicznych transakcji zastępczych wyniosła niecałe 25 mld USD, tj. mniej niż 0,5% globalnych obrotów netto na tym rynku. W ich strukturze dominowały operacje *outright forward* (około 76%), przy znacznie mniejszym udziale swapów walutowych (około 23%).

Dostępne są również fragmentaryczne dane dotyczące kompresji instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej przeprowadzanej przez LCH Ltd na podstawie własnych algorytmów lub we współpracy z kompresorami¹². W 2023 r. izba ta kompresowała średnio w miesiącu około 79,7 bln USD, co stanowiło przeciętnie 72,5% miesięcznej wartości nominalnej wszystkich transakcji pochodnych OTC stopy procentowej rozliczonych przez ten podmiot. W tym okresie LCH Ltd przeciętnie miesięcznie rozliczył około 756 tys. transakcji, w tym około 650 tys. (czyli 86,0%) poddano kompresji.

Z dostępnych informacji wynika, że krajowe instytucje finansowe nie stosują kompresji portfela. Może być to związane ze specyfiką ich aktywności rynkowej. Wykorzystują one bowiem transakcje pochodne głównie do zabezpieczania się przed ryzykiem rynkowym wynikającym z zakupionych papierów wartościowych, udzielonych kredytów oraz transakcji pochodnych zawartych z klientami. W rezultacie pozycje krajowych uczestników rynku są w dużym stopniu kierunkowe, co istotnie obniża potencjalną efektywność kompresji i tym samym zmniejsza ewentualne korzyści ze stosowania tej techniki.

¹ Każda transakcja skutkuje należnością jednego uczestnika kompresji i zobowiązaniem jego kontrahenta.

² Na potrzeby przykładu zrezygnowano z uwzględnienia transakcji zastępczych. W praktyce w relacjach bilateralnych bywają stosowane transakcje zastępcze, np. ze względu na potrzebę ustanowienia nowych relacji umownych po rozwiązaniu nieidealnie dopasowanych transakcji przeciwstawnych, które mieszczą się w ramach dopuszczalnych przez uczestników kompresji zmian w profilu ryzyka.

³ D. Higgins, *Portfolio Compression Techniques to manage EMIR and other regulatory and trading risks*, Risk Books, London 2015, s. 88.

⁴ Przykładowo dla ustanowienia limitu dopuszczalnej zmiany ryzyka rynkowego dla portfela instrumentów pochodnych stopy procentowej używa się wskaźnika DV01. Powszechnie stosowane są również greckie współczynniki wrażliwości portfela instrumentów pochodnych (m.in. delta, gamma, vega).

⁵ Przy czym całkowite ryzyko kredytowe kontrahenta, wynikające z portfela transakcji pochodnych poddawane kompresji, powinno zmaleć w wyniku jej zastosowania.

⁶ *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, ESMA 10 listopada 2020, raport dostępny na stronie internetowej: <https://www.esma.europa.eu/document/report-ptrr-services-regards-clearing-obligation>; *Building resilience and competitiveness of EU derivatives markets Post-Trade Risk Reduction*, ISDA 22 marca 2023, opracowanie dostępne na stronie internetowej: <https://www.isda.org/2023/03/24/isda-briefing-paper-on-post-trade-risk-reduction/>.

⁷ *The Impact of Compression on the Interest Rate Derivatives Market*, ISDA lipiec 2015, opracowanie dostępne na stronie internetowej: <https://www.isda.org/a/hSiDE/compression-report-july-2015-final.pdf>.

⁸ Obliczany jest on jako iloraz kapitału Tier I oraz całkowitej ekspozycji (bilansowej i pozabilansowej) banku, a jego wartość powinna wynosić przynajmniej 3%.

⁹ M. D’Errico, T. Roukny, *Compressing over-the-counter markets*, *Operations Research*, 69:6, listopad–grudzień 2021, s. 1660–1679, publikacja dostępna na stronie internetowej: <https://pubsonline.informs.org/doi/10.1287/opre.2021.2107>; S. Schuldenzucker, S. Seuken, *Portfolio Compression in Financial Networks: Incentives and Systemic Risk*, 11 września 2021, publikacja dostępna na stronie internetowej: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3135960.

¹⁰ L. Veraart, *When Does Portfolio Compression Reduce Systemic Risk?*, 20 września 2020, publikacja dostępna na stronie internetowej: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3688495.

¹¹ *Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022*, BIS 27 października 2022, szczegółowe wyniki badania dostępne na stronie internetowej: <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>.

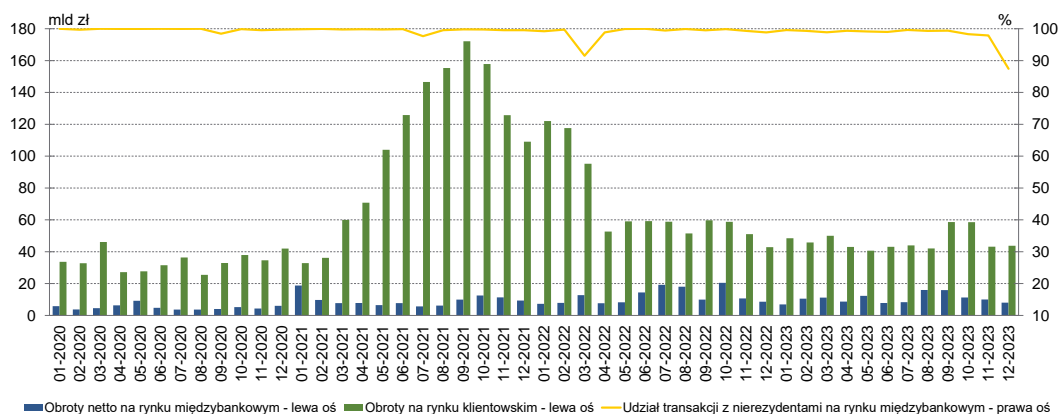
¹² Dane pochodzą ze strony internetowej tego CCP: <https://www.lch.com/services/swapclear/volumes>.

5.4.2.2. Walutowe instrumenty pochodne

Wielkość rynku

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji *forward* na kurs złotego w 2023 r. spadły o prawie 30% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosły około 2,7 mld zł (wykres 5.4.6). Wpływ na zmniejszenie się wartości tych transakcji mógł mieć istotny spadek zmienności kursu złotego w analizowanym okresie, co przekładało się na mniejszy popyt na transakcje *forward* zarówno ze strony przedsiębiorstw niefinansowych, które w ten sposób zabezpieczały wartość przyszłych przepływów walutowych z tytułu prowadzonej przez siebie działalności operacyjnej, jak i niektórych niebankowych instytucji finansowych, które wykorzystywały transakcje terminowe o najkrótszych terminach zapadalności w celach spekulacyjnych.

Wykres 5.4.6. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji *forward* złotego w latach 2020–2023



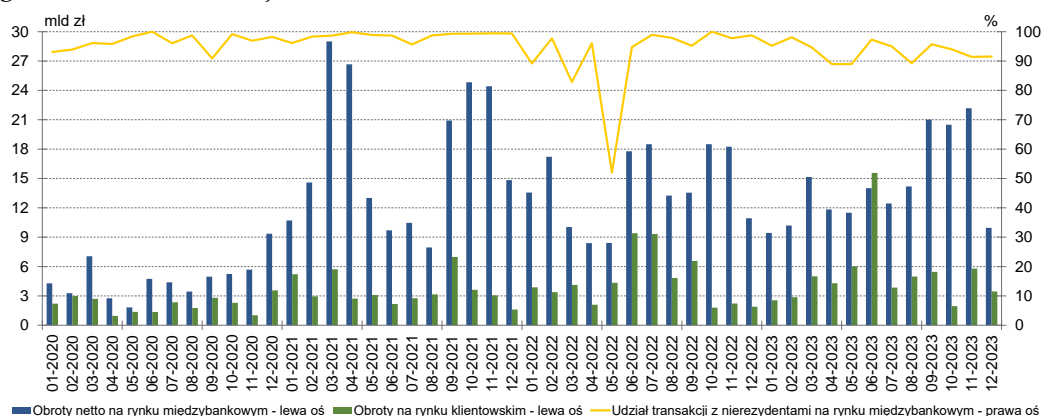
Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Na krajowym rynku opcji walutowych na kurs złotego średnie dzienne obroty netto wyniosły ponad 0,9 mld zł i były nieznacznie (o około 5%) większe niż rok wcześniej (wykres 5.4.7).

Wspomniany wzrost był spowodowany przede wszystkim zwiększoną aktywnością w segmencie klientowskim. Równoważyła ona mniejszy popyt na tego typu transakcje zgłaszany przez banki krajowe w związku z malejącą wartością portfela walutowych kredytów mieszkaniowych zabezpieczanych tymi instrumentami pochodnymi oraz słabnącym zainteresowaniem strukturyzowanymi produktami inwestycyjnymi z wbudowanymi opcjami walutowymi.

Wykres 5.4.7. Średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku złotych opcji walutowych według wartości nominalnej w latach 2020–2023

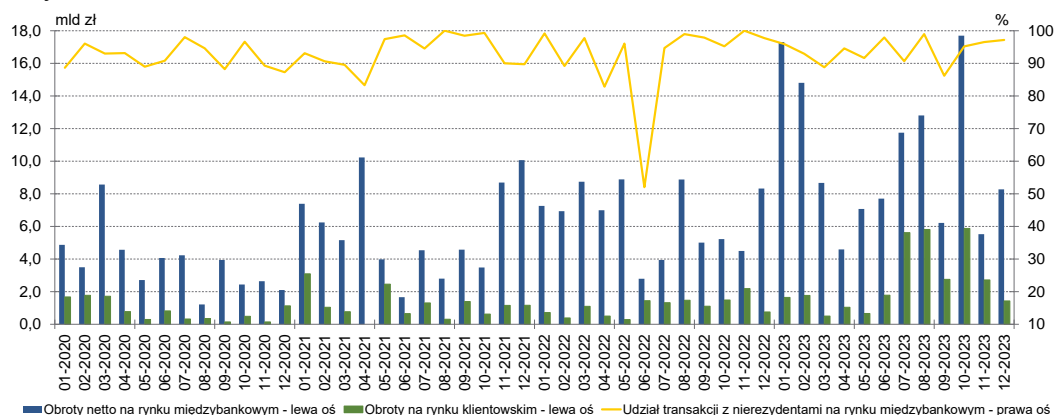


Uwagi: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości. W podanych wartościach uwzględniono kwoty nominalne każdej opcji wchodzącej w skład strategii.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji CIRS z udziałem złotego w 2023 r. wyniosły około 0,6 mld zł i były o ponad 70% większe niż rok wcześniej (wykres 5.4.8). Wzrost wartości realizowanych operacji wynikał przede wszystkim ze zwiększonego wykorzystania wspomnianych instrumentów przez niewielką grupę podmiotów, w tym oddział banku zagranicznego, który zawierał tego typu transakcje w ramach swojej grupy kapitałowej w celu zarządzania płynnością w złotych na poziomie tej grupy. Ponadto przewalutowanie znacznej części portfela walutowych kredytów mieszkaniowych w wyniku wyroków sądowych oraz zawierania ugód z klientami skutkowało koniecznością szybkiej likwidacji przez banki krajowe nadmiernego zabezpieczenia (*overhedging*) pozycji bilansowych. Z tego względu niektóre banki preferowały bardziej elastyczny sposób zabezpieczania się przed wspomnianym ryzykiem rynkowym i decydowały się na przedterminowe niwelowanie pozycji walutowej z tytułu wcześniej zawartych transakcji CIRS przez zawarcie transakcji przeciwstawnych (o pierwotnych terminach zapadalności odpowiadających rezydualnym terminom zapadalności instrumentów).

Wykres 5.4.8. Średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji CIRS waluta obca/złoty w latach 2020–2023



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Uczestnicy rynku

Obroty na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych OTC były silnie skoncentrowane – w 2023 r. około 70% transakcji zostało zawartych przez pięć najbardziej aktywnych banków. Struktura podmiotowa obrotów różniła się istotnie w poszczególnych segmentach tego rynku, niemniej co do zasady wartość zawartych na nim transakcji była w znacznie mniejszym stopniu determinowana przez aktywność na rynku międzybankowym niż miało to miejsce w przypadku rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej. Ważnymi uczestnikami rynku pozagiełdowych walutowych instrumentów pochodnych były zarówno fundusze inwestycyjne, jak i przedsiębiorstwa niefinansowe, które wykorzystywały transakcje oferowane przez banki m.in. do zabezpieczania wartości przyszłych przepływów finansowych i kosztów finansowania pozyskiwanego w walutach obcych.

Wyraźna przewaga operacji z podmiotami niebankowymi była widoczna zwłaszcza na rynku transakcji *forward* na kurs złotego, na którym odpowiadały one za ponad 82% wartości obrotów. Większość z nich była realizowana przez przedsiębiorstwa niefinansowe, dla których operacje te były prostym i łatwo dostępnym sposobem ograniczania ryzyka walutowego związanego z prowadzoną działalnością operacyjną. Podobnie fundusze inwestycyjne wykorzystywały te transakcje do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym, związanym z przyszłą wartością środków zainwestowanych w aktywa zagraniczne.

W przypadku opcji walutowych na kurs złotego przewaga obrotów na rynku międzybankowym w porównaniu z rynkiem klientowskim wynikała przede wszystkim z kupowania przez banki krajowe od banków zagranicznych serii opcji w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem rynkowym z tytułu części portfela kredytów mieszkaniowych w walutach obcych. Ponadto banki wykorzystywały opcje walutowe do ograniczania ryzyka rynkowego wynikającego ze sprzedaży klientom indywidualnym produktów inwestycyjnych i oszczędnościowych zawierających

wbudowane instrumenty pochodne (głównie opcje). Wspomniane transakcje zabezpieczające były zawierane niemal wyłącznie z bankami zagranicznymi – udział operacji z nierezydentami na rynku międzybankowym wyniósł ponad 93%. W 2023 r. malejąca wartość portfela kredytów mieszkaniowych w walutach obcych oraz mniejsza postrzegana atrakcyjność wspomnianych produktów strukturyzowanych, przy wzroście popytu na opcje ze strony podmiotów niebankowych, przełożyły się na niewielki wzrost udziału transakcji z podmiotami niebankowymi w obrotach na krajowym rynku opcji walutowych do 26% (z 24% w 2022 r.).

Rynek transakcji CIRS z udziałem złotego był zdominowany przez operacje międzybankowe. Stanowiły one prawie 80% wartości obrotów na tym rynku i prawie wszystkie były przeprowadzane z bankami zagranicznymi. Brak bezpośredniego dostępu banków krajowych do płynności w walutach obcych oraz duże obciążanie limitów kredytowych przez transakcje CIRS ograniczały bowiem możliwości realizowania takich operacji z bankami krajowymi. Na popyt krajowego sektora bankowego odpowiadały niektóre banki zagraniczne, zainteresowane pozyskiwaniem złotych, np. na inwestycje na krajowym rynku kapitałowym. W 2023 r. udział transakcji klientowskich w obrotach na krajowym rynku transakcji CIRS złotego wyniósł około 20%. Zdecydowana większość z nich została zawarta z nierezydentami, głównie niebankowymi instytucjami finansowymi, które były zainteresowane finansowaniem w ten sposób swoich pozycji w papierach wartościowych nominowanych w złotych. Transakcje CIRS były również sporadycznie wykorzystywane przez krajowe przedsiębiorstwa niefinansowe do zabezpieczania się przed ryzykiem rynkowym z tytułu papierów dłużnych wyemitowanych na zagranicznych rynkach kapitałowych lub zaciągniętych kredytów walutowych.

Struktura rynku

W 2023 r. w strukturze terminowej obrotów na krajowym rynku transakcji *forward* na kurs złotego przeważały operacje o pierwotnych terminach zapadalności od tygodnia do trzech miesięcy włącznie (tabela 5.4.5). Wspomniana mniejsza zmienność kursu złotego w 2023 r. przyczyniła się do wyraźnego spadku udziału w tej strukturze transakcji o pierwotnych terminach zapadalności nieprzekraczających tygodnia (z 42% do 27%), które zawierano najczęściej w celach spekulacyjnych. Operacje powyżej trzech miesięcy nadal miały relatywnie niewielki (około 17%) udział w obrotach w tym segmencie rynku. W analizowanym okresie w strukturze walutowej obrotów na krajowym rynku transakcji *forward* złotego przeważały operacje wymiany złotego za euro (ponad 58%, w porównaniu z około 50% w 2022 r.). Równocześnie obserwowano dalszy spadek udziału pary walutowej USD/PLN w strukturze walutowej obrotów na tym rynku – w 2023 r. wyniósł on niecałe 36% (w porównaniu z 42% w 2022 r.).

W 2023 r. w obrotach na krajowym rynku opcji na kurs złotego wyraźnie wzrosło znaczenie operacji o najkrótszych terminach zapadalności (tabela 5.4.5). Opcje z terminem wykonania do trzech miesięcy włącznie stanowiły ponad 62% wartości obrotów (wzrost o około 17 pkt procentowych w porównaniu z poprzednim rokiem). Struktura walutowa obrotów była podobna jak w 2022 r. Para EUR/PLN odpowiadała za około 76% wartości obrotów, podczas gdy udział

transakcji USD/PLN wyniósł około 24%. Przedmiotem handlu na krajowym rynku międzybankowym były przede wszystkim proste opcje typu europejskiego (*plain vanilla*) oraz zbudowane z nich strategie opcyjne. Tylko nieliczne banki krajowe sporadycznie wystawiały i kupowały opcje egzotyczne na kurs złotego.

Tabela 5.4.5. Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych na kurs złotego w latach 2022–2023

Transakcje <i>forward</i>	<1W	1W-1M	1-3M	3-12M	>12M
2022	41,6	29,3	15,3	9,3	4,5
2023	26,9	36,8	19,2	12,0	5,0
Opcje walutowe	<1M	1-3M	3-6M	6-12M	>12M
2022	29,5	16,0	13,1	18,2	23,2
2023	42,2	20,0	12,2	13,1	12,5
Transakcje CIRS	<1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	>5Y
2022	62,0	16,5	6,1	10,7	4,7
2023	43,0	26,1	9,1	15,7	6,2

Uwagi: struktura terminowa według pierwotnych terminów zapadalności; przedziały zapadalności są prawostronnie domknięte. Suma wartości z poszczególnych kolumn może nieznacznie różnić się od 100% ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

W analizowanym okresie obserwowane było istotne zmniejszenie znaczenia transakcji CIRS z udziałem złotego o najkrótszych pierwotnych terminach zapadalności (tabela 5.4.5), jednak transakcje na okres do roku włącznie nadal stanowiły 43% obrotów na krajowym rynku tych swapów. Wynikało to głównie ze wspomnianej strategii zabezpieczania się przez niektóre banki przed ryzykiem kredytowym z tytułu walutowych kredytów mieszkaniowych na skutek stopniowej materializacji ryzyka prawnego dotyczącego tych aktywów oraz konieczności przewalutowania części z nich i niwelowania nadzabezpieczenia pozycji bilansowych przez przedterminowe zamykanie operacji CIRS. W 2023 r., podobnie jak w rok wcześniej, dominowały transakcje EUR/PLN, które odpowiadały za około 98% wartości transakcji.

Infrastruktura rynku

Banki krajowe zawierały zdecydowaną większość transakcji *forward* bezpośrednio przez telefon oraz z wykorzystaniem elektronicznych systemów konwersacyjnych. Podmioty niebankowe, najczęściej fundusze inwestycyjne, często korzystały także z platform transakcyjnych udostępnianych im przez te banki – operacje zrealizowane za ich pośrednictwem odpowiadały za około jednej czwartej wartości obrotów na krajowym rynku transakcji *forward*.

Transakcje, których warunki były uzgadniane w sposób bezpośredni (tj. przez telefon i elektroniczne systemy konwersacyjne), przeważały również na rynku opcji walutowych oraz operacji CIRS. Inaczej niż w przypadku transakcji *forward*, istotny udział w obrotach na tych rynkach miały jednak operacje realizowane za pośrednictwem brokerów głosowych. Banki krajowe zawierały w ten sposób około jednej trzeciej transakcji opcjami walutowymi i CIRS. Było

to związane z odmienną strukturą podmiotową obrotów. Na rynkach opcji walutowych i operacji CIRS dużo większe znaczenie miały bowiem transakcje realizowane między instytucjami finansowymi.

Krajowe firmy inwestycyjne, w tym niektóre banki posiadające w swoich strukturach biura maklerskie, oferowały dostęp do internetowych platform transakcyjnych przeznaczonych m.in. dla klientów detalicznych – tzw. platform *forex*. Mogli oni na tych platformach nabywać lub sprzedawać kontrakty bez fizycznej dostawy walut (CFD) służące do spekulacji na zmiany kursów walutowych z wykorzystaniem dużej dźwigni finansowej. Wartość tych transakcji nie jest ujmowana w prezentowanych w tym rozdziale danych o obrotach na rynku instrumentów pochodnych OTC złotego.

5.4.3. Giełdowe instrumenty pochodne

Finansowe instrumenty pochodne są także przedmiotem obrotu na krajowym rynku regulowanym – Głównym Rynku GPW. W 2023 r. notowane na nim były kontrakty *futures* związane z rynkiem akcji i na kursy walutowe oraz opcje na indeks WIG20. W obrocie znajdowały się również produkty strukturyzowane, których wartość zależała od cen akcji, obligacji, surowców, kursów walut lub indeksów giełdowych (m.in. warranty opcyjne i certyfikaty strukturyzowane). Produkty te nie są jednak finansowymi instrumentami pochodnymi *sensu stricto*, a wartość zawartych nimi transakcji była niewielka. Rozliczanie transakcji instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW oraz prowadzenie systemu zabezpieczenia płynności tych rozliczeń zapewniał kontrahent centralny – KDPW_CCP.

Według danych Futures Industry Association (FIA) w 2023 r. na światowych giełdach wolumen obrotów kontraktami *futures* i opcjami był największy w historii i wyniósł 137,3 mld (wzrost o 63,7% w porównaniu z 2022 r.)³⁴⁹. Był to szósty rok z rzędu z rekordową liczbą zawartych kontraktów giełdowych. Wysoka dynamika tego wzrostu wynikała jednak głównie ze znacznego zwiększenia się wolumenu kontraktów na tylko jednej giełdzie w Azji i tym samym niekoniecznie odzwierciedlała tendencje na światowych giełdach instrumentów pochodnych³⁵⁰. Do najważniejszych czynników kształtujących w analizowanym okresie aktywność inwestorów na tych rynkach można zaliczyć:

- spadek oczekiwań inflacyjnych i zróżnicowane przewidywania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych w przyszłości,
- mniejszą niż w 2022 r. zmienność cen instrumentów bazowych na rynkach światowych (co ograniczało potencjalne zyski z transakcji o charakterze spekulacyjnym),

³⁴⁹ Dane Futures Industry Association dostępne na stronie internetowej: <https://www.fia.org/fia/articles/etd-volume-december-2023>.

³⁵⁰ W 2023 r. wolumen obrotów kontraktami *futures* i opcjami na giełdzie National Stock Exchange of India odpowiadał za prawie 62% globalnych obrotów tymi instrumentami.

- poprawę perspektyw gospodarczych i spadek awersji do ryzyka wśród inwestorów, co wpłynęło na wzrosty cen na największych rynkach giełdowych.

W skali globalnej inwestorzy byli zainteresowani w szczególności instrumentami związanymi z rynkiem akcji: zgodnie z danymi FIA ich udział w wolumenie wszystkich giełdowych kontraktów pochodnych zwiększył się z 73,7% w 2022 r. do 81,9% w 2023 r. Z kolei obroty instrumentami walutowymi były niższe niż w poprzednim roku, co przełożyło się na spadek ich udziału w globalnym wolumenie do 5,2%. Do tych zmian przyczyniły się wspomniane wzrosty cen instrumentów udziałowych na światowych giełdach oraz mniejsza zmienność cen na rynkach bazowych. W porównaniu z 2022 r. zaobserwowano większą liczbę kontraktów pochodnych stopy procentowej, co było związane ze zróżnicowanymi oczekiwaniami uczestników rynku odnośnie do sposobu prowadzenia polityki pieniężnej w największych gospodarkach świata. Niemniej jednak udział tych instrumentów w globalnym wolumenie giełdowych kontraktów pochodnych w analizowanym okresie zmniejszył się do 4,4%.

Wzrost aktywności na rynkach giełdowych instrumentów pochodnych w 2023 r. był silnie zróżnicowany geograficznie – w regionie Azji i Pacyfiku wolumen kontraktów zwiększył się o 104,4%, natomiast w Ameryce Północnej i w Europie, odpowiednio, o 6,2% i o 2,6%. Na giełdach europejskich (w tym na GPW) w segmencie obrotów kontraktami *futures* na główne indeksy rynku akcji obserwowano w tym czasie umiarkowane spadki wolumenu (tabela 5.4.6). Kontrakty *futures* na indeks WIG20 nadal zajmowały odległą pozycję wśród oferowanych przez giełdy europejskie kontraktów terminowych na indeksy akcji, mimo że ich wartość nominalna była wyraźnie mniejsza niż w przypadku instrumentów pochodnych na główne indeksy akcji innych giełd europejskich. W skali globalnej transakcje kontraktami *futures* i opcjami na GPW w 2023 r. stanowiły zaledwie 0,01% wolumenu obrotów tymi instrumentami (61. miejsce w opracowanym przez FIA zestawieniu światowych giełd).

Tabela 5.4.6. Wolumen obrotów kontraktami terminowymi na wybrane indeksy giełdowe w Europie w latach 2020–2023 (w mln kontraktów)

Indeks bazowy	Giełda	2020	2021	2022	2023
EURO STOXX 50	Eurex	352,2	223,9	285,4	245,8
FTSE 100	ICE Europe	48,9	42,2	45,1	42,0
OMX Stockholm 30	Nasdaq Nordic	43,2	33,0	40,1	34,4
CAC 40	Euronext	28,8	23,7	25,8	21,4
DAX	Eurex	25,0	16,9	18,9	16,5
SMI	Eurex	13,4	9,7	10,4	9,1
WIG20	GPW	6,1	5,4	9,3	8,7
AEX	Euronext	8,9	6,2	7,1	5,1
FTSE MIB	IDEM	6,6	5,1	6,0	5,0
IBEX 35	MEFF	5,9	5,3	5,4	4,6

Uwaga: dla kontraktów terminowych na indeksy FTSE 100, OMX Stockholm 30 i FTSE MIB, z uwagi na brak danych, jako przybliżenie wolumenu obrotów tymi kontraktami wskazano wolumen obrotów wszystkimi notowanymi na danej giełdzie kontraktami na indeksy akcji.

Źródło: Eurex, Euronext, GPW, Borsa Italiana, IDEM, MEFF, Nasdaq Nordic.

5.4.3.1. Instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji

W ofercie GPW w 2023 r. znajdowały się kontrakty *futures* na akcje spółek, indeksy WIG20 i mWIG40 oraz na indeksy: WIG.GAMES5, WIG.MS-FIN, WIG.MS-BAS i WIG.MS-PET³⁵¹, jak również opcje europejskie na indeks WIG20.

Wielkość rynku

W analizowanym okresie wolumen obrotów instrumentami pochodnymi związanymi z rynkiem akcji na warszawskiej giełdzie zmniejszył się o 11,1% w porównaniu z poprzednim rokiem, natomiast średnia dzienna wartość transakcji wzrosła w tym okresie o 4,3% (tabela 5.4.7). Spadek wolumenu kontraktów mógł być spowodowany, podobnie jak w przypadku innych giełd europejskich, mniejszą niż w poprzednim roku zmiennością cen instrumentów bazowych. Mogło to być związane m.in. ze słabszym niż rok wcześniej wpływem sytuacji geopolitycznej (w tym trwającej agresji Rosji na Ukrainę oraz konfliktu na Bliskim Wschodzie) na decyzje inwestycyjne uczestników rynku. Z kolei znaczny wzrost cen instrumentów udziałowych notowanych na GPW przyczynił się do zwiększenia wartości transakcji pochodnych zawieranych na tym rynku.

Tabela 5.4.7. Wielkość rynku instrumentów pochodnych GPW związanych z rynkiem akcji w latach 2022–2023

	2022			2023		
	wartość obrotów (w tys. zł) ¹	roczny wolumen obrotów	liczba otwartych pozycji ²	wartość obrotów (w tys. zł) ¹	roczny wolumen obrotów	liczba otwartych pozycji ²
<i>Futures</i> na WIG20	1 322 136	9 343 265	49 745	1 392 891	8 666 750	73 675
<i>Futures</i> na mWIG40	8 722	51 283	2 232	13 304	66 840	3 695
<i>Futures</i> na inne indeksy	137	1 724	108	84	1 034	93
<i>Futures</i> na akcje spółek	51 850	1 883 632	21 219	39 398	1 316 175	23 142
Opcje na WIG20	22 845	314 226	12 867	20 497	259 961	7 434
Ogółem	1 405 690	11 594 130	86 171	1 466 173	10 310 760	108 039

¹ Średnia dzienna wartość obrotów liczona według kursu zamknięcia instrumentu bazowego, obejmująca transakcje sesyjne i pakietowe.

² Liczba otwartych pozycji na koniec roku.

Uwagi: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia. Z uwagi na dokonane korekty dane za rok poprzedni mogą się różnić od wartości publikowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: GPW.

Najbardziej płynnymi instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW pozostawały kontrakty *futures* na indeks WIG20. W 2023 r. ich udział w wartości obrotów wszystkimi instrumentami pochodnymi związanymi z rynkiem akcji wzrósł do 95,0% (z 94,1% w 2022 r.). Średnia dzienna wartość obrotów tymi kontraktami była większa o 5,4% w porównaniu z poprzednim rokiem, jednak średni wolumen obrotów na sesję spadł o 6,9%. Liczba animatorów kontraktów *futures* na

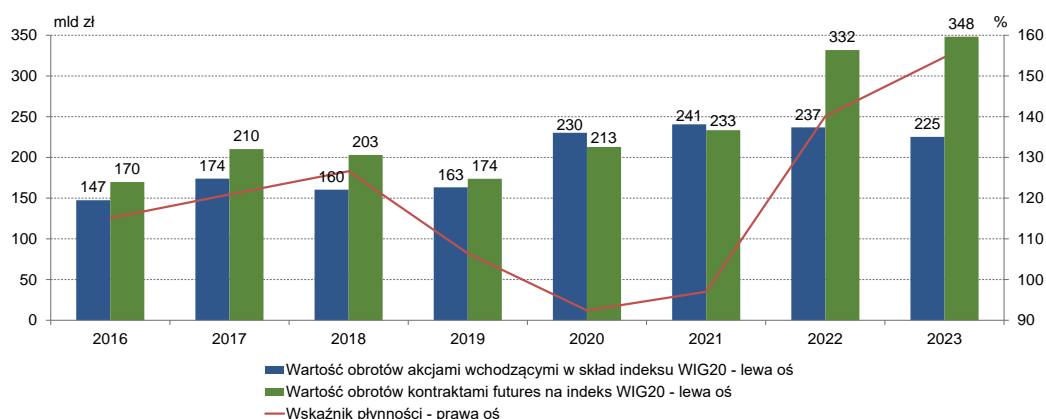
³⁵¹ Ostatnim dniem obrotu kontraktami terminowymi na indeks WIG.MS-PET był 16 czerwca 2023 r. ze względu na zaprzestanie publikowania przez GPW wartości indeksu w tej dacie.

indeks WIG20 zmniejszyła się w 2023 r. z trzynastu do dwunastu, co mogło w pewnym stopniu przyczynić się do spadku wolumenu obrotów tymi instrumentami pochodnymi na krajowym rynku terminowym. Większa konkurencja, oznaczająca węższy spread w kwotowaniach oraz wyższe wartości oczekujących zleceń, przekłada się bowiem na mniejszy koszt zawierania transakcji, co z kolei przyczynia się do napływu nowych inwestorów lub zwiększania aktywności przez dotychczasowych uczestników rynku.

Przeciętnie większe obroty kontraktami *futures* na indeks WIG20 obserwowane były w miesiącach wygasania ich kolejnych serii (marzec, czerwiec, wrzesień i grudzień). Największy wolumen kontraktów w 2023 r. zaobserwowano w marcu i czerwcu (odpowiednio, 11,7% i 10,4% rocznego wolumenu). Zróżnicowane oczekiwania inwestorów odnośnie do rozwoju sytuacji gospodarczej (wynikające m.in. z niepewności związanej z wojną w Ukrainie i konfliktem na Bliskim Wschodzie oraz odmiennych przewidywań dotyczących zmiany stóp procentowych przez najważniejsze banki centralne) zachęcały uczestników rynku terminowego do zawierania transakcji spekulacyjnych oraz stwarzały okazje do realizowania operacji arbitrażowych z wykorzystaniem kontraktów *futures* na wspomniany indeks.

W 2023 r. wskaźnik płynności dla kontraktów *futures* na indeks WIG20 wzrósł ze 140,1% do 154,6% (wykres 5.4.9), przede wszystkim ze względu na umiarkowane zwiększenie się wartości obrotów wspomnianymi instrumentami pochodnymi przy niewielkim spadku wartości obrotów akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu bazowego. Spread *bid-ask* w kwotowaniach kontraktów z serii o najbliższym terminie wygaśnięcia, na których koncentrowała się aktywność inwestorów, najczęściej wynosił 1–2 pkt indeksowe. Przy średnim poziomie indeksu WIG20 w 2023 r. (około 2001 pkt) oznaczało to 5–10 pkt bazowych.

Wykres 5.4.9. Obroty kontraktami *futures* na indeks WIG20 i akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu w latach 2016–2023



Uwaga: wskaźnik płynności liczony jest jako relacja wartości obrotów kontraktami *futures* na indeks WIG20 do wartości obrotów akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu.

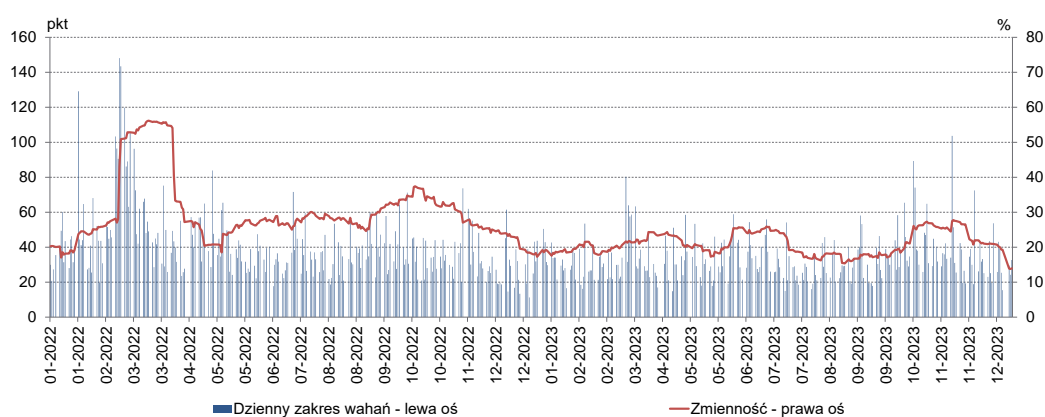
Źródło: GPW.

Wolumen obrotów na rynku kontraktów *futures* na indeks mWIG40 w analizowanym okresie zwiększył się o 30,4% (tabela 5.4.7). Wartość obrotów tymi kontraktami, z kolei, wzrosła o ponad połowę ze względu na odnotowany w 2023 r. istotny wzrost indeksu bazowego. Funkcję animatora tego rynku pełniły te same trzy podmioty, co w roku poprzednim.

Zainteresowanie inwestorów kontraktami *futures* na makroindeksy w 2023 r. było znikome. Na rynku kontraktów terminowych na akcje pojedynczych spółek obserwowano w analizowanym okresie wyraźny spadek wolumenu obrotów (o 30,1%), któremu towarzyszyło obniżenie się wartości tych obrotów o 24,3%. Na koniec analizowanego okresu w obrocie na GPW znajdowało się 126 serii kontraktów na akcje 43 spółek, w tym wszystkich podmiotów wchodzących w skład indeksu WIG20. Uczestnicy rynku koncentrowali aktywność na niewielkiej liczbie instrumentów, przeważnie kontraktów *futures* na akcje największych spółek z Głównego Rynku GPW. Świadczą o tym wskaźniki CR3 i CR5, które w 2023 r. wyniosły, odpowiednio, 53,1% i 69,6%.

Na koniec grudnia 2023 r. w obrocie znajdowało się 258 serii opcji na indeks WIG20. Niższa niż w poprzednim roku zmienność indeksu bazowego (wykres 5.4.10), ograniczająca potencjalny zysk z działalności spekulacyjnej tymi instrumentami, mogła przyczynić się do odnotowanego spadku wolumenu obrotów o 17,3%. Pomimo przeciętnie wyższych poziomów indeksu WIG20 w analizowanym okresie zaobserwowano spadek wartości obrotów wspomnianymi opcjami o 10,6%. Płynność rynku nadal była największa dla serii opcji o krótkim terminie wygaśnięcia i jednocześnie niskim prawdopodobieństwie wykonania (*out-of-the-money*), co było związane z ich niższą ceną. Zainteresowanie inwestorów pozostałymi seriami opcji na indeks WIG20 było niewielkie. W arkuszach zleceń dotyczących tych instrumentów znajdowało się niewiele ofert, co powodowało, że spready *bid-ask* były relatywnie szerokie.

Wykres 5.4.10. Zmienność historyczna i zakres wahań indeksu WIG20 w latach 2022–2023



Uwaga: annualizowana zmienność 30-dniowa.

Źródło: Bloomberg.

Uczestnicy rynku

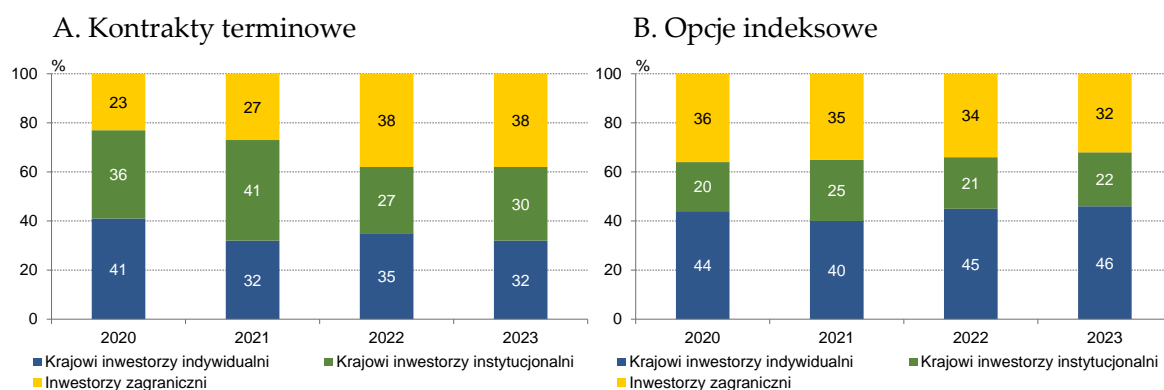
W 2023 r. najważniejszą kategorią uczestników rynku kontraktów terminowych związanych z rynkiem akcji GPW byli inwestorzy zagraniczni (wykres 5.4.11), którzy, podobnie jak

w poprzednim roku, odpowiadali za 38% wartości tych transakcji³⁵². Mogło to wynikać z utrzymującej się wśród inwestorów niepewności dotyczącej polskiej gospodarki, m.in. w kontekście wojny w Ukrainie, skłaniającej inwestorów zagranicznych do aktywności spekulacyjnej zarówno na bazowym rynku akcji notowanych na GPW, jak i rynku kontraktów *futures*.

Udział inwestorów indywidualnych we wspomnianym wolumenie obrotów spadł o 3 pkt procentowe i po raz kolejny osiągnął najniższy poziom w historii funkcjonowania GPW (32%). Wzrosło natomiast znaczenie transakcji realizowanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych – ich udział w wolumenie obrotów ukształtował się na poziomie 30%. Wśród tej grupy inwestorów 58% wolumenu transakcji generowali animatorzy rynku, natomiast przedsiębiorstwa niefinansowe zaledwie 15%. Aktywność krajowych funduszy inwestycyjnych pozostała niewielka, pomimo funkcjonowania współorganizowanego przez GPW i KDPW_CCP programu wspierania płynności High Volume Funds (HVF).

Najwięcej transakcji na rynku opcji indeksowych w 2023 r., podobnie jak w poprzednich latach, zawarli inwestorzy indywidualni – ich udział w wolumenie obrotów na tym rynku wzrósł w porównaniu z poprzednim rokiem o 1 pkt procentowy, do 46%. O tyle samo zwiększył się udział krajowych inwestorów instytucjonalnych we wspomnianym wolumenie (w zdecydowanej większości animatorów rynku), natomiast udział inwestorów zagranicznych spadł do 32%.

Wykres 5.4.11. Struktura inwestorów na rynku instrumentów pochodnych na GPW w latach 2022–2023, według wolumenu obrotów



Źródło: GPW.

³⁵² Dane na temat udziałów inwestorów w obrotach kontraktami terminowymi na GPW obejmują również walutowe kontrakty *futures*. Niemniej ze względu na istotnie niższy udział tych instrumentów w wolumenie obrotów prezentowane dane dobrze odzwierciedlają strukturę uczestników rynku kontraktów terminowych związanych z rynkiem akcji.

5.4.3.2. Walutowe instrumenty pochodne

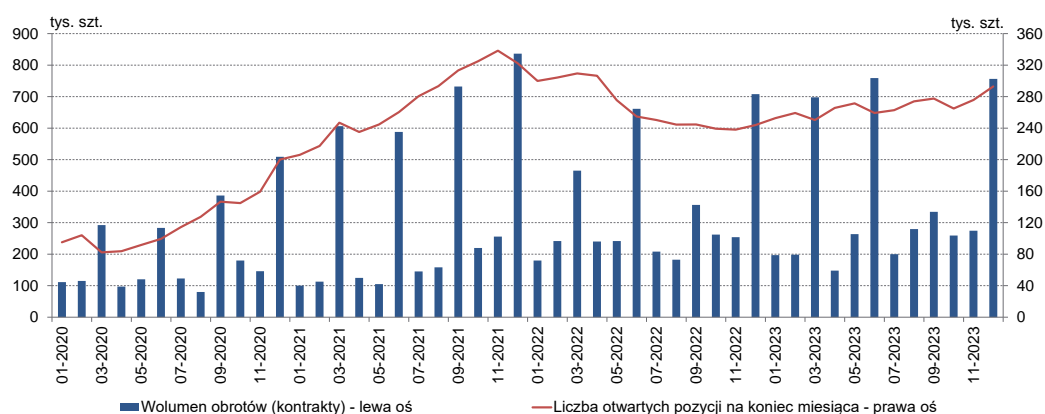
W 2023 r. w obrocie na GPW znajdowały się walutowe kontrakty *futures* na kursy USD/PLN, EUR/PLN, CHF/PLN oraz GBP/PLN. Wszystkie były kontraktami bez fizycznej dostawy walut obcych.

Wielkość rynku

Wolumen obrotów walutowymi kontraktami *futures* notowanymi na GPW w 2023 r. zwiększył się o 9,2% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniósł niecałe 4,4 mln (wykres 5.4.12). Wzrost wartości obrotów był nieco mniejszy (o 2,4%) ze względu na aprecjację złotego względem najważniejszych walut, przede wszystkim dolara amerykańskiego. Spadek zmienności kursów USD/PLN i EUR/PLN mógł również ograniczać wzrost wolumenu obrotu tymi kontraktami ze względu na potencjalnie niższy zysk z działalności spekulacyjnej.

W przeciwieństwie do krajowego rynku OTC w strukturze walutowej obrotów na rynku terminowym GPW w 2023 r. niezmiennie dominowała para USD/PLN, która odpowiadała za 80,7% wartości wszystkich transakcji walutowych kontraktami *futures*. Było to związane m.in. z utrzymującą się większą zmiennością kursu USD/PLN niż kursu EUR/PLN. W analizowanym okresie średnia wartość pojedynczej transakcji walutowymi kontraktami *futures* wzrosła o 31,0% do 16,5 tys. jednostek waluty bazowej (w porównaniu z 12,6 tys. rok wcześniej). Mimo że GPW od 2018 r. organizuje program zachęt dla animatorów walutowych kontraktów *futures* (SuperAnimator), taką funkcję w 2023 r. ciągle pełniły tylko dwa podmioty maklerskie.

Wykres 5.4.12. Walutowe kontrakty *futures* na GPW w latach 2020–2023



Źródło: GPW.

Uczestnicy rynku

Głównymi uczestnikami krajowego rynku walutowych kontraktów *futures* byli inwestorzy indywidualni o nastawieniu spekulacyjnym, dysponujący zazwyczaj mniejszymi środkami finansowymi niż uczestnicy rynku dokonujący większych operacji spekulacyjnych na internetowych platformach transakcyjnych prowadzonych przez krajowe i zagraniczne firmy

inwestycyjne (tzw. platformy *forex*). Na takich platformach dostępnych jest więcej instrumentów, a spready *bid-ask* w kwotowaniach kursów są przeciętnie węższe niż na Głównym Rynku GPW. Jednak ze względu na wymogi dla rynku regulowanego oraz rozliczanie transakcji w KDPW_CCP obrót kontraktami na GPW był bardziej przejrzysty i bezpieczniejszy.

Małe zainteresowanie przedsiębiorstw zabezpieczaniem się przed ryzykiem walutowym z wykorzystaniem instrumentów pochodnych notowanych na GPW wynikało przede wszystkim z konkurencyjnej oferty rynku OTC, w tym elektronicznych platform transakcyjnych udostępnianych przez banki. Oferta ta pozwalała na dokładne dopasowanie kwot oraz terminów zapadalności transakcji zabezpieczających do wartości i terminów rozrachunku należności (zobowiązań) handlowych nominowanych w walutach obcych.

6. Perspektywy akcji kredytowej

W tej części opracowania przedstawione zostały wyniki prognoz dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, konsumpcyjnych, mieszkaniowych (złotowych) oraz kredytów udzielonych podmiotom sektora niefinansowego ogółem w okresie III kwartał 2024 – IV kwartał 2026 r. Prognozy przygotowano z wykorzystaniem modeli wektorowej korekty błędem (VECM, *Vector Error Correction Model*). Scenariusz prognoz ma w tej klasie modeli charakter autoregresyjny i jest oparty wyłącznie na historycznych wartościach analizowanych zmiennych. Podejście takie umożliwia wykorzystanie mechanizmu zbieżności prognozowanych kategorii do średniej w długim okresie, co przekłada się na ograniczenie przeciętnego błędu prognozy. Zastosowane ujęcie pozwala również na ocenę niepewności *ex-ante* co do możliwych kierunków rozwoju analizowanych kategorii poprzez uwzględnienie w prowadzonych analizach elementów probabilistycznych.

Po okresie podwyższonej zmienności podstawowych kategorii ekonomicznych, spowodowanej wzrostem ryzyka w wyniku następujących po sobie szoków ekonomicznych (wywołanych przez pandemię COVID-19 oraz agresję Rosji na Ukrainę i powiązany z nią kryzys energetyczny), polska gospodarka weszła w fazę stabilizacji. Tempo zmian PKB powróciło do umiarkowanych wartości dodatnich (około 3%), a inflacja obserwowana w I i II kwartale 2024 r. spadła (wskaźnik CPI wynosił odpowiednio 2,8 i 2,5% r/r). Pomimo, że zgodnie z przewidywaniami NBP zawartymi w lipcowej edycji *Raportu o inflacji* w kolejnych kwartałach możliwy jest wzrost presji inflacyjnej (i powrót wskaźnika CPI do poziomu około 6% r/r w I i II kwartale 2025 r.), w związku z częściową likwidacją działań osłonowych rządu w zakresie cen energii i żywności, zjawisko to nie powinno się negatywnie przekładać na zachowanie innych wskaźników ekonomicznych, w szczególności na tempo zmian PKB, które w horyzoncie prognozy będzie oscylowało wokół 3,5% r/r. Nie jest również zagrożony powrót inflacji do celu na koniec horyzontu prognozy. Scenariuszowi temu powinien dodatkowo sprzyjać obserwowany od początku 2024 r. spadek cen nośników energii na rynkach światowych. Opisane powyżej procesy sprawiają, że po raz pierwszy od 2020 r. zjawiska o charakterze makroekonomicznym nie stanowią głównego czynnika ryzyka prezentowanej prognozy dynamiki akcji kredytowej.

Niepewność prognoz przygotowanych w bieżącej edycji jest związana przede wszystkim z polityką gospodarczą. Pierwszym jej źródłem są oczekiwania na obniżkę stóp procentowych NBP. Materializacja oczekiwań będzie się przekładała na istotny wzrost popytu na kredyt we wszystkich analizowanych kategoriach.

Drugim czynnikiem, który zwiększa niepewność prognoz formułowanych w odniesieniu do segmentu kredytów mieszkaniowych, jest wdrożenie rządowego programu wsparcia kredytobiorców finansujących zakup pierwszego mieszkania. BGK 2 stycznia 2024 r. wydał decyzję o zakończeniu przyjmowania wniosków w dotychczasowym programie „Bezpieczny

Kredyt 2%". Program ten był jedną z istotnych determinant dynamiki akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych, po jego wdrożeniu w IV kwartale 2023 r. obserwowano bowiem dynamikę o 1,6 pkt procentowego wyższą w stosunku do ścieżki centralnej z prognozy VECM uzyskanej we wrześniu 2023 r. (wobec braku wcześniejszych doświadczeń z funkcjonowaniem tego typu programu nie było możliwe uwzględnienie w przygotowywanej prognozie jego ewentualnych konsekwencji). Według informacji Ministerstwa Rozwoju i Technologii od początku 2024 r. trwają prace nad nową formułą programu, który ma szansę zostać uruchomiony w 2025 r. Nadal nie ma jednak ostatecznego projektu ustawy, co utrudnia oszacowanie jego możliwych konsekwencji dla dynamiki akcji kredytowej. Kontynuacja programu byłaby niewątpliwie czynnikiem podnoszącym dynamikę akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych. Skala tego zjawiska byłaby również zależna od reakcji cen mieszkań, które w związku z podwyższonym popytem mogą rosnać. Ostateczna realizacja ścieżki kredytów mieszkaniowych będzie wypadkową tych dwóch sił. W przypadku ewentualnego uruchomienia omawianego programu można jednak oczekiwać przesunięcia ścieżki kredytów mieszkaniowych w górę w stosunku do prezentowanej prognozy.

Prezentowane w dalszej części niniejszego opracowania prognozy należy przyjmować z uwzględnieniem sformułowanych powyżej ogólnych uwag dotyczących czynników ryzyka, mogących mieć wpływ na faktyczny przebieg procesów gospodarczych w analizowanym okresie.

6.1. Kredyty dla przedsiębiorstw

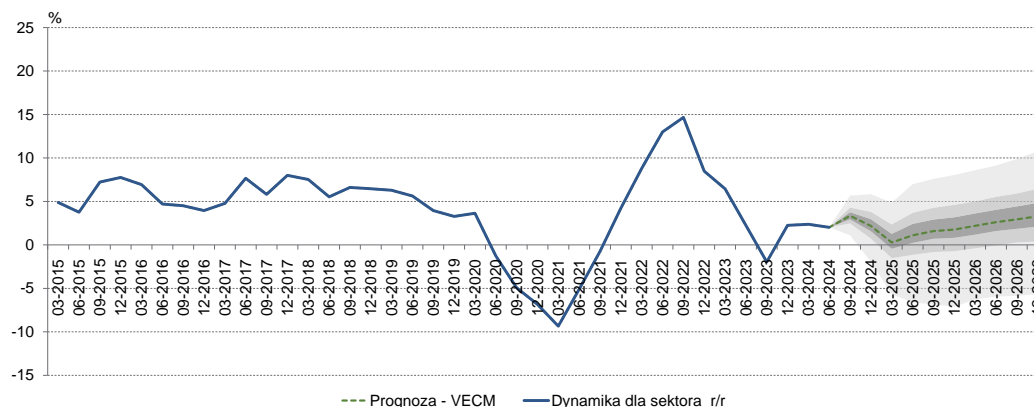
Po obserwowanym od III kwartału 2022 r. do III kwartału 2023 r. szybkim spadku dynamiki akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw, w 2024 r. ustabilizowała się ona na poziomie około 2,3% r/r. W bieżącej edycji prognozy oczekiwana jest dalsza oscylacja dynamiki akcji kredytowej wokół tej wartości. W pierwszej części horyzontu prognozy możliwe jest przejściowe jej osłabienie do poziomu 0,27% r/r w I kwartale 2025 r. w związku z przewidywanym odbiciem inflacji po wycofaniu działań osłonowych rządu w zakresie cen żywności i energii. W kolejnych kwartałach dynamika stopniowo powróci do wartości obserwowanych w 2024 r. (tabela 6.1.1, wykres 6.1.1). Powrót dynamiki akcji kredytowej do długookresowej średniej (około 5%) będzie stosunkowo długotrwały i może wykraczać poza bieżący horyzont prognozy, co wynika z poziomu stóp procentowych oraz środków własnych przedsiębiorstw.

Tabela 6.1.1. Prognoza dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Prognoza – kredyty dla przedsiębiorstw	3,35%	2,18%	0,27%	1,11%	1,58%	1,77%	2,20%	2,61%	2,94%	3,29%

Źródło: NBP.

Wykres 6.1.1. Prognoza dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.



Uwaga: dynamika wyznaczona po oczyszczeniu wartości kredytów z wpływu zmian kursu walutowego.
Źródło: NBP.

W odniesieniu do wyznaczonych na podstawie przedziałów ufności prawdopodobieństw wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej w kolejnych okresach prognozy (tabela 6.1.2) można stwierdzić, że niemal w całym horyzoncie prognozy brak jest podstaw, aby oczekiwać wzrostu dynamiki akcji kredytowej powyżej poziomu obserwowanego w II kwartale 2024 r. Tendencja ta ulega wzmocnieniu do I kwartału 2025 r., a następnie stopniowemu osłabieniu.

Tabela 6.1.2. Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw w kolejnych okresach prognozy względem wartości obserwowanych w II kwartale 2024 r. – model VECM – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Wzrost	0,497	0,275	0,101	0,237	0,299	0,330	0,381	0,435	0,478	0,516
Spadek	0,503	0,725	0,899	0,763	0,701	0,670	0,619	0,565	0,522	0,484

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Model charakteryzuje stosunkowo dużą niepewność wyników. Przekłada się to na znaczny rozrzut wartości skrajnych. Przeprowadzona analiza niepewności oszacowań pozwala stwierdzić, przy 95% przedziale ufności, że maksymalne oczekiwane tempo wzrostu dynamiki akcji kredytowej w horyzoncie prognozy może osiągnąć nawet 11,5% r/r (w IV kwartale 2026 r.). Jednocześnie w całym horyzoncie prognozy utrzymuje się istotne prawdopodobieństwo wystąpienia ujemnej dynamiki akcji kredytowej. Spadki rozmiarów udzielonego kredytu mogą sięgać -7,1% r/r (IV kwartał 2025 r.). Prawdopodobieństwo realizacji ujemnej dynamiki akcji kredytowej osiąga maksimum na poziomie 0,426 w I kwartale 2025 r., a następnie stabilizuje się i osiąga 0,172 w IV kwartale 2026 r. Po początkowym osłabieniu dynamiki akcji kredytowej, trwającym do II kwartału 2025 r., prawdopodobieństwa przedziałowe ulegają wyrównaniu na poziomach dodatnich. Dominującym przedziałem, w którym powinna się kształtować dynamika akcji kredytowej, jest 2–4% r/r (tabela 6.1.3).

Tabela 6.1.3. Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
>14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,003	0,005
12-14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,002	0,003	0,004	0,007
10-12	0,000	0,000	0,000	0,002	0,003	0,005	0,007	0,010	0,016	0,026
8-10	0,000	0,001	0,001	0,010	0,014	0,020	0,028	0,040	0,051	0,064
6-8	0,011	0,018	0,008	0,038	0,058	0,070	0,083	0,106	0,120	0,135
4-6	0,271	0,152	0,049	0,120	0,152	0,161	0,188	0,197	0,204	0,202
2-4	0,621	0,385	0,185	0,238	0,244	0,243	0,245	0,246	0,235	0,221
0-2	0,086	0,332	0,331	0,271	0,257	0,240	0,218	0,194	0,186	0,168
<0	0,011	0,112	0,426	0,321	0,272	0,260	0,229	0,204	0,181	0,172

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

6.2. Kredyty konsumpcyjne

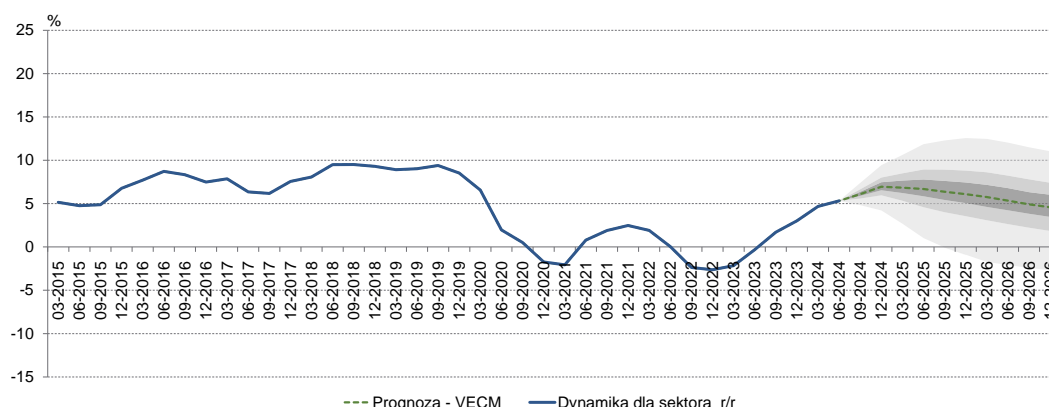
Od czerwca 2023 r. w segmencie kredytów konsumpcyjnych obserwowano stopniową odbudowę akcji kredytowej do poziomu zbliżonego do długookresowej średniej (około 7%). Model prognostyczny przewiduje dalszy wzrost dynamiki akcji kredytowej (o około 1,7 pkt procentowego), trwający do II kwartału 2025 r. (tabela 6.2.1 i wykres 6.2.1). W kolejnych kwartałach tendencja ta ulegnie nieznacznemu osłabieniu, a dynamika akcji kredytowej ostatecznie osiągnie 4,58% w IV kwartale 2026 r.

Tabela 6.2.1. Prognoza dynamiki kredytów konsumpcyjnych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Prognoza – kredyty konsumpcyjne	6,10%	6,94%	6,84%	6,68%	6,37%	6,08%	5,75%	5,34%	4,92%	4,58%

Źródło: NBP.

Wykres 6.2.1. Prognoza dynamiki kredytów konsumpcyjnych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.



Źródło: NBP.

Charakter zmian obserwowanych w bieżącej edycji prognozy w przypadku kredytów konsumpcyjnych wynika przede wszystkim z tego, że są one wykorzystywane głównie w celu realizacji bieżących potrzeb gospodarstw domowych w zakresie dóbr codziennego użytku, będących jednocześnie produktami o stosunkowo krótkim cyklu życia. Wobec dwóch niedawnych epizodów, w trakcie których rozmiary akcji kredytowej zmniejszały się w ujęciu bezwzględny (pierwszy z nich będący wynikiem pandemii COVID-19 miał miejsce w 2020 r., a drugi – związany z epizodem inflacyjnym – w 2022 r.), w chwili obecnej gospodarstwa domowe są zainteresowane odtworzeniem posiadanego ich zasobu. W związku z powyższym można oczekiwać szybszej niż w przypadku pozostałych analizowanych kategorii odbudowy popytu. W kolejnych kwartałach

motyw wyrównawczy ulegnie jednak stopniowemu osłabieniu. Proces ten może być dodatkowo przyspieszony przez utrzymujące się na obecnych poziomach stopy procentowe.

Przez większą część horyzontu prognozy model przewiduje kształtowanie się dynamiki kredytów konsumpcyjnych powyżej wartości obserwowanej w II kwartale 2023 r. Tendencja ta ulega osłabieniu po II kwartale 2026 r. (tabela 6.2.2). Wyniki prognoz cechują się ograniczoną niepewnością. Analiza pozwala stwierdzić, że przy 95% przedziale ufności tempo zmian kredytów konsumpcyjnych powinno się zawierać w przedziale od $-2,5\%$ r/r do $12,5\%$ r/r. Od III kwartału 2024 r. dominuje prawdopodobieństwo kształtowania się akcji kredytowej w przedziale $6-8\%$ r/r. Po I kwartale 2026 r. jej dynamika ulega osłabieniu i ostatecznie stabilizuje się w przedziale $4-6\%$. W bieżącej edycji prognozy ryzyko wystąpienia ujemnej dynamiki tej kategorii kredytów jest stosunkowo niewielkie i nie przekracza 0,1 (tabela 6.2.3).

Tabela 6.2.2. Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów konsumpcyjnych w kolejnych okresach prognozy względem wartości obserwowanych w II kwartale 2024 r. – model VECM – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Wzrost	0,889	0,901	0,802	0,721	0,662	0,619	0,572	0,525	0,477	0,435
Spadek	0,111	0,099	0,198	0,279	0,338	0,381	0,428	0,475	0,523	0,565

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Tabela 6.2.3. Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki kredytów konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
>14	0,000	0,000	0,000	0,003	0,005	0,007	0,007	0,005	0,005	0,002
12-14	0,000	0,000	0,004	0,018	0,025	0,029	0,027	0,020	0,013	0,010
10-12	0,000	0,008	0,050	0,082	0,082	0,079	0,071	0,061	0,048	0,038
8-10	0,001	0,193	0,232	0,214	0,188	0,171	0,155	0,133	0,117	0,103
6-8	0,581	0,591	0,406	0,310	0,275	0,251	0,229	0,225	0,207	0,200
4-6	0,408	0,189	0,234	0,224	0,225	0,223	0,231	0,230	0,244	0,239
2-4	0,010	0,017	0,059	0,104	0,122	0,137	0,152	0,173	0,183	0,194
0-2	0,000	0,002	0,013	0,031	0,051	0,062	0,075	0,084	0,105	0,123
<0	0,000	0,000	0,002	0,014	0,027	0,041	0,054	0,069	0,078	0,091

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Silne zmiany dynamiki kredytów mieszkaniowych obserwowane w minionych kwartałach były przede wszystkim konsekwencją podwyższonej inflacji. Doprowadziła ona do uszczuplenia budżetów gospodarstw domowych oraz znacznego wzrostu cen materiałów budowlanych i, co za tym idzie, niższego popytu na kredyt z tytułu odkładania inwestycji mieszkaniowych w czasie. Negatywnie na perspektywy akcji kredytowej wpływają również relatywnie wysokie koszty

kredytów. W horyzoncie bieżącej prognozy należy oczekiwać, że negatywny wpływ powyższych czynników na kształtowanie się dynamiki akcji kredytowej będzie jeszcze odczuwalny w 2025 r. do czego przyczyni się przewidywany w tym czasie wzrost presji inflacyjnej, związany z częściowym wycofaniem działań osłonowych rządu w zakresie cen energii i żywności.

6.3. Kredyty mieszkaniowe

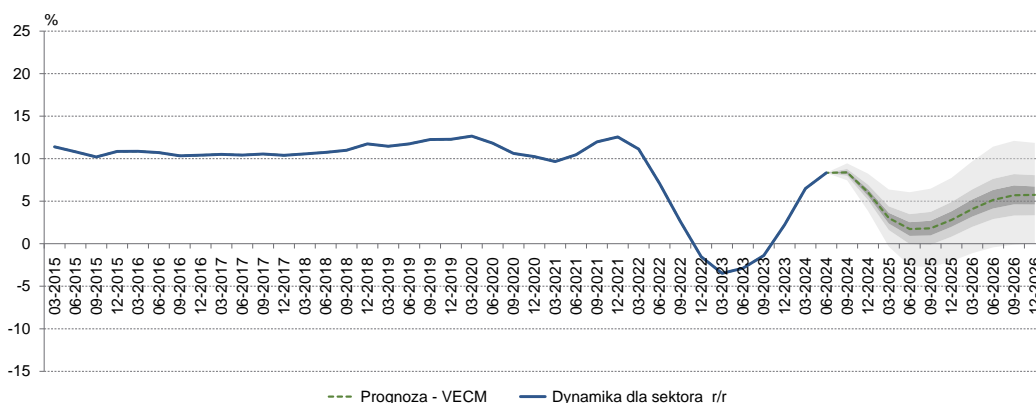
Po znacznym osłabieniu dynamiki kredytów mieszkaniowych w 2022 i na początku 2023 r. w kolejnych kwartałach obserwowano jej powrót do wartości dodatnich. Odbicie to było po części skutkiem obniżonego poziomu wyjściowego. W bieżącej edycji prognozy przewidywane są kolejne oscylacje popytu na kredyt. W pierwszej części horyzontu prognozy ulegnie on osłabieniu, a dynamika akcji kredytowej spadnie do 1,73% w II kwartale 2025 r. Zgodnie z projekcją przedstawioną w lipcowej edycji *Raportu o inflacji* przewidywany spadek dynamiki akcji kredytowej będzie towarzyszył wzrostowi presji inflacyjnej związanemu z częściową likwidacją działań osłonowych rządu w zakresie cen żywności i energii. Obserwowane w minionych kwartałach stosunkowo silne powiązanie między popytem na kredyty mieszkaniowe a tempem wzrostu cen sprawia, że uzasadnione jest oczekiwanie, iż akcja kredytowa w tym segmencie rynku będzie podlegała najsilniejszej redukcji spośród wszystkich analizowanych segmentów rynku. W kolejnych kwartałach przewidywana jest stabilizacja dynamiki akcji kredytowej na poziomie około 5,5%. Poziom ten jest zdecydowanie niższy od długookresowej średniej obserwowanej dla lat 2012–2022 (około 10% r/r; tabela 6.3.1 i wykres 6.3.1).

Tabela 6.3.1. Prognoza dynamiki kredytów mieszkaniowych złotych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Prognoza – kredyty mieszkaniowe	8,39%	6,05%	3,01%	1,73%	1,81%	2,79%	4,08%	5,15%	5,71%	5,75%

Źródło: NBP.

Wykres 6.3.1. Prognoza dynamiki kredytów mieszkaniowych złotych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.



Źródło: NBP.

Ocena niepewności prognozy dynamiki kredytów mieszkaniowych pozwala stwierdzić, że w badanym okresie tempo wzrostu tych kredytów nie powinno przekroczyć 11,8% r/r. Dolny kraniec 95% przedziału ufności dla analizowanej kategorii kredytów osiąga -2,8% r/r w III kwartale 2025 r. Ścieżka centralna prognozy dynamiki kredytów mieszkaniowych jest jednak obarczona również istotnym dodatkowym źródłem niepewności, mogącym przesunąć jej realizację w górę, związanej z możliwym wdrożeniem w horyzoncie prognozy nowej wersji programu „Bezpieczny kredyt”. Kontynuacja programu będzie czynnikiem podnoszącym dynamikę akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych, jednak obecnie nie jest znany ani moment wejścia w życie ewentualnego nowego programu, ani jego kształt, co utrudnia wnioskowanie o sile potencjalnej reakcji rynku kredytowego. W związku z możliwością realizacji ścieżek faktycznych kredytów mieszkaniowych zarówno na poziomie wyższym, jak i niższym niż w warunkach funkcjonowania programu „Bezpieczny kredyt”, w prognozie z modelu VECM przyjęto założenie o odstąpieniu od wprowadzania dostosowań w celu eliminacji wpływu programu na dynamikę akcji kredytowej w horyzoncie prognozy. Podejście takie daje większe prawdopodobieństwo uzyskania trafnej prognozy w średnim i długim okresie.

Na podstawie wyznaczonych z przedziałów ufności prawdopodobieństw wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej w kolejnych okresach prognozy można stwierdzić, że niemal w całym jej horyzoncie brak jest możliwości wzrostu dynamiki akcji kredytowej powyżej poziomu obserwowanego w II kwartale 2024 r. Tendencja ta jest stabilna i ulega jedynie nieznacznemu osłabieniu w końcowej części analizowanego okresu (tabela 6.3.2).

Po początkowym osłabieniu akcji kredytowej, które trwało do III kwartału 2025 r., prawdopodobieństwa przedziałowe dotyczące kształtowania się dynamiki kredytów mieszkaniowych ulegają wyrównaniu na poziomach dodatnich. Dominującym przedziałem, w którym powinna się kształtować dynamika akcji kredytowej, jest 4-6% r/r. Prawdopodobieństwo realizacji ujemnej dynamiki akcji kredytowej osiąga maksimum na poziomie 0,213 w III kwartale 2025 r., a następnie ulega stopniowej redukcji (tabela 6.3.3).

Tabela 6.3.2. Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów mieszkaniowych w kolejnych okresach prognozy względem wartości obserwowanych w II kwartale 2024 r. – model VECM – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Wzrost	0,535	0,020	0,001	0,002	0,003	0,014	0,063	0,144	0,188	0,174
Spadek	0,465	0,980	0,999	0,998	0,997	0,986	0,937	0,856	0,812	0,826

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Tabela 6.3.3. Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki kredytów mieszkaniowych w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
>14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,005	0,008	0,007
12-14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,003	0,013	0,019	0,016
10-12	0,003	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002	0,015	0,041	0,057	0,055
8-10	0,788	0,040	0,002	0,002	0,005	0,017	0,060	0,111	0,134	0,128
6-8	0,209	0,469	0,038	0,023	0,033	0,080	0,162	0,225	0,240	0,242
4-6	0,000	0,460	0,230	0,115	0,130	0,220	0,291	0,275	0,266	0,283
2-4	0,000	0,031	0,464	0,310	0,308	0,329	0,266	0,204	0,182	0,175
0-2	0,000	0,000	0,226	0,344	0,311	0,232	0,142	0,090	0,067	0,069
<0	0,000	0,000	0,040	0,206	0,213	0,120	0,060	0,036	0,027	0,025

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

6.4. Kredyty dla sektora niefinansowego

W przypadku komponentu opisującego kształtowanie się dynamiki kredytów dla całego sektora niefinansowego zastosowano dwa odrębne podejścia modelowe: w pierwszym z nich uzyskano prognozy z modelu VECM w ujęciu agregatowym – dla całego sektora; w drugim ujęciu wykorzystano natomiast opracowane przy pomocy modeli VECM prognozy częściowe dotyczące dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, konsumpcyjnych oraz mieszkaniowych (złotowych), które dopełniono prognozą kategorii rezydualnej opisującej pozostałe kredyty udzielone gospodarstwom domowym, a następnie zsumowano w celu uzyskania prognozy dla sektora niefinansowego ogółem. Prognozy uzyskane przy pomocy modelu agregatowego są lepiej dopasowane do ogólnych tendencji charakteryzujących polską gospodarkę. Rezultaty otrzymane na podstawie sumowania prognoz są natomiast w pełni zgodne z wynikami uzyskanymi w przekroju bardziej szczegółowym (kredytów dla przedsiębiorstw, konsumpcyjnych oraz mieszkaniowych złotych).

Prognoza agregatowa

Prognoza akcji kredytowej dla sektora niefinansowego wykonana w ujęciu agregatowym przewiduje spadek jej dynamiki do około 1,13% r/r w II kwartale 2025 r. oraz późniejszą powolną odbudowę do około 1,8% r/r na koniec horyzontu prognozy (tabela 6.4.1). Uzyskana niezależnie w stosunku do prezentowanych powyżej prognoz częściowych dla poszczególnych kategorii kredytu prognoza agregatowa uwzględnia przewidywane osłabienie dynamiki akcji kredytowej w I połowie 2025 r. oraz późniejszą stopniową jej odbudowę. Spadek ten w spójny sposób odzwierciedla osłabienie popytu prognozowane w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw i mieszkaniowych w następstwie przejściowego przyspieszenia procesów inflacyjnych.

Tabela 6.4.1. Prognoza dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.

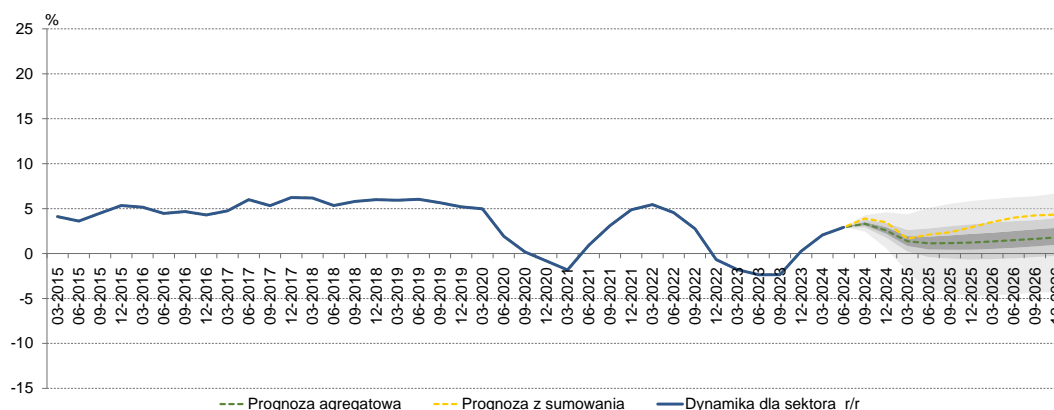
	Prognoza agregatowa	Prognoza z sumowania
III kwartał 2024	3,32%	3,89%
IV kwartał 2024	2,56%	3,48%
I kwartał 2025	1,37%	1,64%
II kwartał 2025	1,13%	2,11%
III kwartał 2025	1,16%	2,36%
IV kwartał 2025	1,23%	2,92%
I kwartał 2026	1,34%	3,50%
II kwartał 2026	1,49%	4,00%
III kwartał 2026	1,63%	4,24%
IV kwartał 2026	1,79%	4,33%

Źródło: NBP.

Wyniki prognoz cechuje umiarkowana niepewność skutkująca stosunkowo wąskim przebiegiem przedziału ufności 30% i 60%, przy jednoczesnym dość szerokim przebiegu przedziału 95%.

Maksymalne tempo wzrostu kredytów w analizowanym agregacie może sięgać w horyzoncie prognozy wartości 6,7% r/r. Jednocześnie model przewiduje możliwość wystąpienia dynamik ujemnych sięgających -4,7% r/r w IV kw. 2025 r. (wykres 6.4.1).

Wykres 6.4.1. Prognoza dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.



Uwaga: dynamika wyznaczona po oczyszczeniu wartości kredytów z wpływu zmian kursu walutowego.
Źródło: NBP.

Analiza prawdopodobieństw wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej pozwala stwierdzić, że w okresie od IV kw. 2024 r. do IV kw. 2026 r. dominuje prawdopodobieństwo utrzymywania się dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego na poziomie niższym niż w II kw. 2024 r. W kolejnych kwartałach tendencja ta ulega nieznacznemu osłabieniu (tabela 6.4.2).

W drugiej części horyzontu prognozy (między I kw. 2025 r. a IV kw. 2026 r.) można oczekiwać wystąpienia ujemnych dynamik kredytów dla sektora niefinansowego (tabela 6.4.3). Prawdopodobieństwo takiego zdarzenia utrzymuje się na stabilnym poziomie około 0,25. Po I kw. 2025 r. dominuje prawdopodobieństwo utrzymywania się dynamiki akcji kredytowej w przedziale 0–2% r/r.

Tabela 6.4.2. Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego w kolejnych okresach prognozy – model VECM, prognoza agregatowa – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Wzrost	0,790	0,361	0,150	0,183	0,215	0,244	0,269	0,287	0,314	0,340
Spadek	0,210	0,639	0,850	0,817	0,785	0,756	0,731	0,713	0,686	0,660

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Tabela 6.4.3. Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
>14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
12-14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
10-12	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
8-10	0,000	0,000	0,000	0,001	0,002	0,002	0,003	0,004	0,005	0,006
6-8	0,000	0,001	0,002	0,009	0,013	0,019	0,023	0,029	0,032	0,037
4-6	0,045	0,075	0,039	0,064	0,085	0,101	0,117	0,122	0,133	0,151
2-4	0,943	0,651	0,294	0,256	0,254	0,258	0,260	0,275	0,289	0,294
0-2	0,012	0,255	0,505	0,404	0,367	0,332	0,321	0,310	0,298	0,284
<0	0,000	0,018	0,160	0,266	0,279	0,288	0,276	0,260	0,243	0,228

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Prognoza z sumowania

Drugie z podejść wykorzystanych w celu opracowania prognoz dynamiki akcji kredytowej w sektorze niefinansowym obejmowało przygotowanie prognozy VECM kategorii rezydualnej – pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych. Następnie zsumowano ją z prognozami kredytów dla przedsiębiorstw, konsumpcyjnych oraz mieszkaniowych złotych, których wyniki zostały przedstawione w podrozdziałach 6.1, 6.2 oraz 6.3.

Prognoza uzyskana z sumowania przewiduje spadek dynamiki akcji kredytowej do około 1,6% r/r w I kw. 2025 r. W kolejnych miesiącach oczekiwana jest stopniowa odbudowa dynamiki do około 4,0% r/r w 2026 r. W całym analizowanym okresie prognoza punktowa przebiega poniżej długookresowej średniej, tj. około 5,0% (tabela 6.4.1 i wykres 6.4.1). Prognozy charakteryzuje umiarkowana zbieżność między wersjami uzyskanymi na poziomie agregatowym oraz metodą sumowania. Zbieżność ta dotyczy w szczególności tendencji rozwojowej prognozowanej kategorii. Oba modele przewidują spadek dynamiki akcji kredytowej w 2025 r. oraz jej powolną odbudowę w 2026 r. Prognoza z sumowania jest bardziej optymistyczna od modelu agregatowego. Po I kw. 2025 r. wartości z sumowania odchylają się o 1–2,5 pkt procentowego w górę od wersji agregatowej. W świetle przeprowadzonej *ex ante* oceny niepewności prognoz z modelu agregatowego różnica ta nie jest jednak znaczna – ścieżka centralna dla prognozy z sumowania znajduje się wewnątrz przedziału ufności 60% dla prognozy agregatowej.

6.5. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB

Dodatkowo zbudowano prognozy poszczególnych agregatów kredytowych w relacji do PKB. W tym celu wykorzystane zostały dane dotyczące ścieżek centralnych poszczególnych agregatów kredytowych pochodzących z modeli VECM oraz ścieżki centralnej projekcji PKB z modelu NECMOD z lipca 2024 r. W dalszej części tekstu prezentowane są zestawienia dotyczące kształtowania się relacji kredytu do PKB w horyzoncie prognozy (tabela 6.5.1) oraz rozwoju tej relacji na tle danych historycznych (wykres 6.5.1).

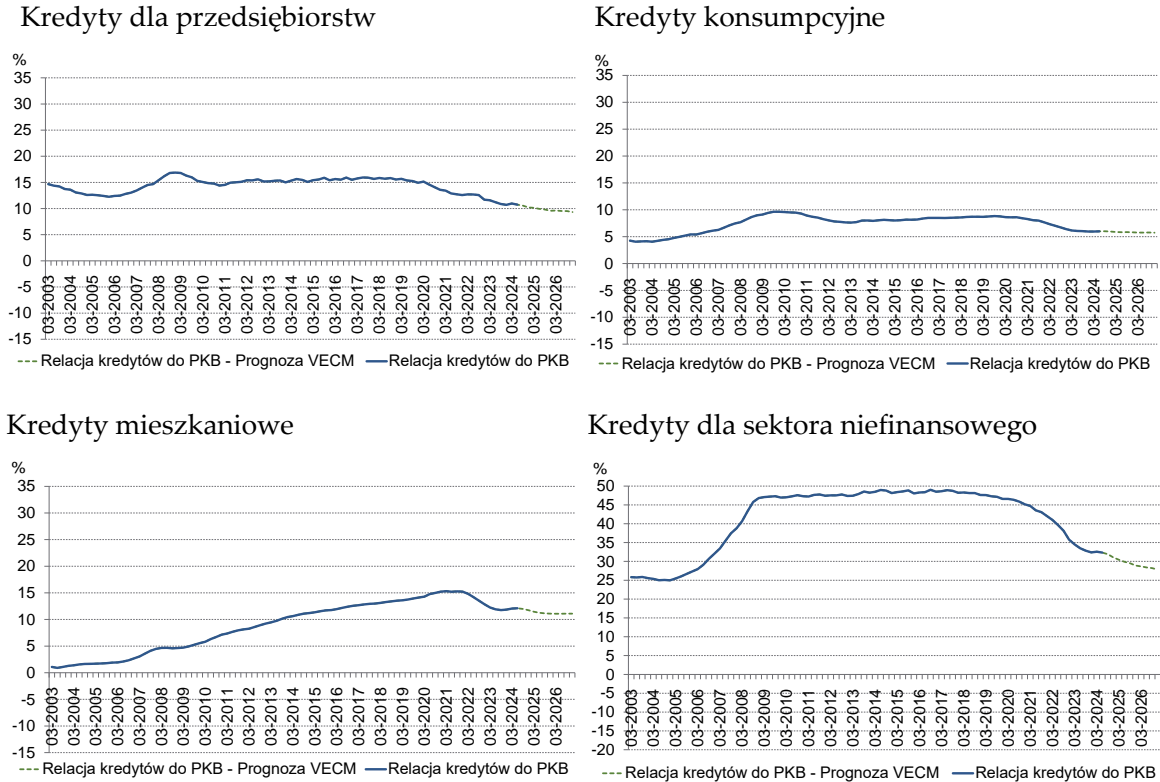
Tabela 6.5.1. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Kredyty dla przedsiębiorstw	10,72%	10,50%	10,58%	10,49%	10,47%	10,29%	10,44%	10,42%	10,44%	10,31%
Kredyty konsumpcyjne	6,10%	6,11%	6,11%	6,16%	6,24%	6,25%	6,25%	6,29%	6,35%	6,34%
Kredyty mieszkaniowe	12,15%	12,07%	11,95%	11,89%	11,90%	11,95%	12,02%	12,11%	12,19%	12,26%
Kredyty dla sektora niefinansowego	32,36%	31,91%	31,76%	31,57%	31,48%	31,11%	31,10%	31,02%	31,01%	30,71%

Źródło: NBP.

Pandemia COVID-19 oraz następujący po niej okres wysokiej inflacji doprowadziły do spadku relacji kredytu do PKB do historycznie niskich poziomów. W kolejnych kwartałach nieznaczne spadki (o około 1,5 pkt procentowego) mogą nadal dotyczyć kategorii kredytów dla sektora niefinansowego ogółem (co jest związane przede wszystkim ze spłatą walutowych kredytów mieszkaniowych). W przypadku pozostałych analizowanych agregatów należy jednak oczekiwać stabilizacji ich wartości w relacji do PKB. W tym przypadku zmiany nie powinny przekraczać +/-0,4 pkt procentowego. Na koniec horyzontu prognozy relacja kredytów dla przedsiębiorstw może osiągnąć najniższy poziom w historii (około 10,3%), a relacje kredytów dla sektora niefinansowego i konsumpcyjnych będą się stabilizowały na poziomach nieobserwowanych od 2007 r. (odpowiednio około 30% i około 6%). W przypadku kredytów mieszkaniowych ich relacja do PKB może osiągnąć poziom z 2016 r. (około 12% PKB).

Wykres 6.5.1. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.



Źródło: NBP.

Słowniczek

akcje w wolnym obrocie (*free float*) – w niniejszym opracowaniu oznacza to akcje zarejestrowane w Krajowym Rejestrze Sądowym pomniejszone o akcje będące w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy (łącznie z powiązаныmi akcjonariuszami) posiada więcej niż 5% tych akcji, oraz akcje własne spółki przeznaczone do umorzenia. Za akcje w wolnym obrocie, niezależnie od ich udziału w akcjach zarejestrowanych w Krajowym Rejestrze Sądowym, uznaje się: akcje będące w posiadaniu funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz instytucji finansowych zarządzających aktywami, a także akcje objęte programami emisji kwitów depozytowych.

algorytmiczny handel (*algorithmic trading*) – nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych przy pomocy algorytmu komputerowego automatycznie ustalającego indywidualne parametry zleceń nabycia lub zbycia tych instrumentów, w tym moment złożenia zlecenia, termin jego ważności, cenę lub liczbę instrumentów będących przedmiotem zlecenia lub sposób zarządzania zleceniem po jego złożeniu, przy czym następuje to bez udziału człowieka lub przy jego ograniczonym udziale.

animator rynku (*market maker*) – podmiot zapewniający płynność na rynku określonych instrumentów finansowych. W przypadku rynków zorganizowanych są to członkowie giełd i platform obrotu, którzy składają zlecenia kupna lub sprzedaży na warunkach wynikających z umowy z organizatorem tego rynku. Natomiast w przypadku rynku OTC za *market makers* uznaje się instytucje finansowe (najczęściej banki) dostarczające innym uczestnikom rynku dwustronnych kwotowań (*bid* i *offer*) cen instrumentów finansowych lub kursów walut, które są gotowe do zawierania transakcji po tych kursach.

ASO (alternatywny system obrotu) – prowadzony poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego. Charakteryzuje się mniejszymi niż rynek regulowany wymogami w odniesieniu do uczestników i emitentów papierów wartościowych.

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

BRRD – *Bank Recovery and Resolution Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy

Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L173 z 2013 r., s. 190).

carry trade – strategia inwestycyjna polegająca na pozyskiwaniu niskooprocentowanego finansowania w jednej walucie i lokowaniu uzyskanych w ten sposób środków pieniężnych w instrumentach finansowych o wyższej rentowności nominowanych w innej walucie. Strategia ta jest wykorzystywana głównie w celu realizacji zysków wynikających z dysparytetu stóp procentowych występującego między dwoma krajami lub obszarami walutowymi.

CCP (central counterparty), partner centralny – izba rozliczeniowa przejmująca prawa i obowiązki wynikające z zawartej transakcji instrumentami finansowymi, która w stosunkach z jej bezpośrednimi uczestnikami staje się kupującym dla każdego sprzedającego i sprzedającym dla każdego kupującego.

CIRS (cross-currency interest rate swap) – transakcja pochodna zobowiązująca strony do okresowej wymiany płatności odsetkowych, naliczanych od określonej kwoty nominalnej przez uzgodniony okres, której może towarzyszyć wymiana kwoty nominalnej w dniu rozpoczęcia lub zakończenia transakcji (po wcześniej ustalonym kursie). Płatności odsetkowe są wyrażone w różnych walutach i obliczane według ustalonej dla każdej z nich stopy procentowej.

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

CRD IV – Capital Requirements Directive, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 338).

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

dual listing – notowanie akcji spółki publicznej w więcej niż jednym systemie obrotu instrumentami finansowymi (na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu).

EMIR – European Market Infrastructure Regulation, Rozporządzenie Parlamentu i Rady Europejskiej (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących

przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, (Dz. Urz. UE L201 z 2012 r., s. 1, z późn. zm.).

ESA 2010 – *European System of Accounts*, Europejski System Rachunków 2010 (ESA 2010), ustanowiony rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE L174 z 2013 r., s. 1, z późn. zm.).

forward – zawierana na rynku OTC transakcja pochodna zobowiązująca jedną ze stron do sprzedaży, a drugą do zakupu ustalonej ilości instrumentu bazowego w oznaczonym przyszłym terminie (najczęściej później niż w drugim dniu roboczym od daty zawarcia transakcji) po z góry ustalonej cenie. W transakcji *forward* może dojść do dostawy instrumentu bazowego (np. waluty, papieru wartościowego) albo może być ona rozliczona różnicowo (tzw. *non-deliverable forward*).

FRA (*forward rate agreement*) – transakcja pochodna, w której strony zobowiązują się do zapłaty odsetek od ustalonej kwoty nominalnej za oznaczony okres rozpoczynający się w przyszłości, naliczonych według ustalonej w dniu zawarcia transakcji stopy procentowej. W praktyce są to transakcje z rozliczeniem różnicowym. W takich transakcjach strony rozliczają różnicę odsetkową między stawką FRA (stopą terminową ustalaną w dniu zawarcia transakcji) a stopą referencyjną obowiązującą dwa dni robocze przed dniem rozrachunku (*fixing date*), naliczaną od ustalonej kwoty nominalnej.

futures – zawierana na rynku giełdowym (regulowanym) transakcja pochodna zobowiązująca jedną ze stron do sprzedaży, a drugą do zakupu ustalonej ilości instrumentu bazowego w oznaczonym przyszłym terminie (najczęściej później niż w drugim dniu roboczym od daty zawarcia transakcji) po z góry ustalonej cenie. Parametry takiej transakcji (np. termin zapadalności, wartość nominalna) są wystandaryzowane i nie podlegają negocjacji. Transakcje *futures* zazwyczaj rozliczane są różnicowo.

HFT (*high-frequency trading*), handel wysokich częstotliwości – każda technika handlu algorytmicznego, która charakteryzuje się: infrastrukturą mającą minimalizować opóźnienia w przesyłaniu informacji, automatycznym określaniem momentu uruchomienia zlecenia, jego generowania, przekierowywania lub wykonania oraz wysoką liczbą zleceń, kwotowań lub anulowań w trakcie sesji, przy czym następuje to bez udziału człowieka.

IFR – *Investment Firms Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2019/2033/UE z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia 1093/2010/UE, 575/2013/UE, 600/2014/UE i 806/2014/UE (Dz. Urz. UE L314 z 2019 r., s. 1).

indeks – zgodnie z rozporządzeniem BMR regularnie publikowana wartość wyznaczana zgodnie z określoną formułą lub metodą kalkulacji na podstawie rzeczywistych lub szacunkowych cen jednego lub więcej aktywów bazowych albo na podstawie innych wielkości lub badań.

Indeks Sharpe'a – relacja różnicy średniej stopy zwrotu portfela i średniej stopy wolnej od ryzyka do odchylenia standardowego stóp zwrotu portfela. Pozwala porównać wyniki inwestycyjne portfeli skorygowane o poziom podjętego ryzyka.

indeks/wskaźnik typu RFR (*risk-free rate*) – indeks/wskaźnik stopy procentowej wyznaczony na podstawie oprocentowania transakcji lokacyjnych o terminie zapadalności O/N. W założeniu ma stanowić możliwie dobre przybliżenie koncepcji stopy wolnej od ryzyka, a więc odzwierciedlać aktywność rynkową cechującą się minimalnym ryzykiem płynności, kredytowym itd. Nie uwzględnia oczekiwań uczestników rynku co do kształtowania się stóp procentowych w przyszłości.

information ratio – relacja średniej różnic między miesięcznymi stopami zwrotu funduszu a stopami zwrotu benchmarku oraz odchylenia standardowego tych różnic. Pozwala mierzyć efektywność portfela względem benchmarku.

IPO (*initial public offering*), pierwsza oferta publiczna – oferta publiczna akcji spółki, połączona z wprowadzeniem ich po raz pierwszy do obrotu na rynku regulowanym lub do ASO, obejmująca akcje nowo emitowane lub sprzedawane przez dotychczasowych akcjonariuszy.

IPS (*institutional protection scheme*) – porozumienie banków spółdzielczych i banku zrzeszającego, utworzone na podstawie Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego nr 575/2013 (CRR) i Ustawy z dnia 25 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających oraz niektórych innych ustaw. Systemy ochrony instytucjonalnej zostały powołane w celu wzmocnienia stabilności sektora bankowości spółdzielczej. Celem funkcjonowania IPS jest m.in. zapewnienie płynności i wypłacalności każdego uczestnika na zasadach określonych w ustawie z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających (tekst jednolity Dz.U. z 2020 r., poz. 449, 695) i w umowie systemu ochrony, w szczególności przez udzielanie pożyczek, gwarancji i poręczeń. Umowa systemu ochrony określa zakres odpowiedzialności uczestnika systemu za zobowiązania wynikające z gwarantowania płynności i wypłacalności.

IRS (*interest rate swap*) – transakcja pochodna zobowiązująca strony do okresowej wymiany płatności odsetkowych od ustalonej kwoty nominalnej przez oznaczony okres. Dokonywane płatności odsetkowe są wyrażone w tej samej walucie i obliczane według ustalonej dla każdej ze stron stopy procentowej (jedna stopa może być stała a druga zmienna albo obie mogą być zmienne, ale określone przez różne stawki referencyjne).

kredyty w fazie 2 / pod obserwacją – w bankach stosujących MSSF kredyty, w przypadku których ryzyko kredytowe wzrosło istotnie od momentu początkowego ujęcia i nie jest oceniane jako niskie zgodnie z MSSF 9 (faza 2); w bankach stosujących Polskie Standardy Rachunkowości zasady klasyfikacji kredytów do kategorii „pod obserwacją” określa rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków.

kredyty w fazie 3 / zagrożone – w bankach stosujących MSSF kredyty dotknięte utratą wartości ze względu na wzrost ryzyka kredytowego zgodnie z MSSF 9 (faza 3); w bankach stosujących Polskie Standardy Rachunkowości zasady klasyfikacji kredytów do kategorii „zagrożone” określa rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków.

kredyty konsumpcyjne – kategoria kredytów obejmująca: kredyty zaciągane w rachunku karty kredytowej, ratalne kredyty na cele konsumpcyjne i pozostałe kredyty na cele konsumpcyjne dla osób prywatnych.

luka finansowania – różnica między sumą kredytów dla sektora niefinansowego, rządowego i samorządowego a sumą depozytów przyjętych od tych sektorów, wyrażona jako procent wartości tych kredytów.

margin call – wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego, następujące w sytuacji, gdy środki pieniężne zgromadzone na rachunku inwestora spadły poniżej wymaganej wartości depozytu zabezpieczającego.

MiFID II – *Markets in Financial Instruments Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349, z późn. zm.).

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

MREL – wymóg w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych wprowadzony dyrektywą BRRD.

OIS (*overnight index swap*) – transakcja pochodna zobowiązująca strony do wymiany różnicy w płatnościach odsetkowych obliczanych według zmiennej i stałej stopy procentowej (stawki OIS). Płatności naliczane są od ustalonej kwoty nominalnej. Zmienna stopa procentowa jest obliczana przez złożenie dziennych stawek referencyjnych O/N w czasie trwania transakcji. Rozrachunek netto (bez wymiany kwoty nominalnej OIS) jest dokonywany w następnym dniu roboczym po terminie zapadalności transakcji.

opcja – pochodny instrument finansowy dający jego nabywcy prawo do kupna (opcja *call*) albo sprzedaży (opcja *put*) w oznaczonym czasie określonej ilości instrumentu bazowego po cenie ustalonej w dniu zawarcia transakcji. W przeciwieństwie do nabywcy opcji jej sprzedawca jest zobowiązany do sprzedaży (opcja *call*) albo zakupu (opcja *put*) wspomnianej ilości instrumentu bazowego.

OTF (*organised trading facility*), zorganizowana platforma obrotu – wielostronny system kojarzący w sposób uznaniowy składane przez podmioty trzecie oferty kupna i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji, instrumentów pochodnych lub produktów energetycznych będących przedmiotem obrotu hurtowego, które muszą być wykonywane przez dostawę, niebędący rynkiem regulowanym ani ASO.

POLONIA (*Polish Overnight Index Average*) – indeks będący średnim oprocentowaniem zawartych w danym dniu niezabezpieczonych lokat międzybankowych *overnight* ważonych ich wartością nominalną. Jego kalkulacją zajmuje się NBP – do obliczenia wykorzystuje dane o transakcjach zawartych do godziny 16.30 przez uczestników *fixingu*. POLONIA jest publikowana każdego dnia roboczego o godzinie 17.00 na stronie NBP.

pozostałe przychody netto – wynik działalności bankowej powiększony o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, zyski/straty z tytułu rachunkowości zabezpieczeń i wynik usunięcia z bilansu aktywów niefinansowych oraz pomniejszony o wynik z tytułu odsetek i o wynik z prowizji i opłat.

prime brokerage – usługa pozwalająca na przeprowadzanie przez klienta banku operacji na rynku finansowym z wykorzystaniem linii kredytowych banku działającego jako *prime broker*. W tym celu bank pozwala klientowi na przeprowadzanie operacji w swoim imieniu z określonym gronem kontrahentów. Operacja w ramach usługi *prime brokerage* oznacza *de facto* jednoczesne zawarcie transakcji między kontrahentem a wspomnianym bankiem (pierwsza noga) oraz transakcji między tym bankiem a klientem (druga noga). *Prime broker* występuje w roli pośrednika, będąc stroną w obydwu wspomnianych transakcjach.

recycler – urządzenie umożliwiające zarówno wypłatę, jak i wpłatę gotówki (połączenie bankomatu i wpłatomatu) z wbudowanym systemem zamkniętego jej obiegu, tj. przetwarzające te same banknoty w jednym urządzeniu; wpłacone banknoty podlegają weryfikacji pod kątem autentyczności i stopnia zużycia, następnie po rozdysponowaniu do kaset według nominałów mogą zostać wypłacone innemu klientowi.

Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE) – prowadzony przez KDPW zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 722) rejestr informacji o obligacjach nieskarbowych, listach zastawnych i certyfikatach inwestycyjnych oraz o zakresie i terminowości wykonywania zobowiązań z tytułu tych instrumentów finansowych.

repo – transakcja, w której jedna ze stron zbywa określone papiery wartościowe (przenosząc prawo ich własności) po ustalonej cenie sprzedaży i jednocześnie zobowiązuje się do odkupu w późniejszym terminie równoważnych papierów wartościowych po z góry określonej cenie (tzw. cenie odkupu). W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki zabezpieczonej papierami wartościowymi. W transakcjach *repo* pożyczki (kupony odsetkowe) z tytułu posiadanych papierów wartościowych uzyskane w czasie trwania

transakcji są przekazywane przez ich tymczasowego właściciela podmiotowi, który zobowiązał się do odkupu. Dla kontrahenta kupującego papiery wartościowe i jednocześnie zobowiązującego się do ich odsprzedaży transakcja ta jest określana jako *reverse repo*.

rozliczenie transakcji instrumentami finansowymi – ustalenie wysokości świadczeń pieniężnych i niepieniężnych wynikających z zawartych transakcji instrumentami finansowymi, do spełnienia których są zobowiązane strony tych transakcji. Rozliczenia transakcji instrumentami finansowymi dokonywane są przez izby rozliczeniowe. W Polsce przykładem takiej izby, posiadającej status CCP, jest KDPW_CCP.

rozrachunek transakcji instrumentami finansowymi – obciążenie i uznanie kont depozytowych lub rachunków papierów wartościowych stron transakcji instrumentami finansowymi w związku ze zbyciem lub nabyciem tych instrumentów, któremu towarzyszy uznanie i obciążenie odpowiednią kwotą ich rachunków bankowych. W praktyce oznacza to transfer środków pieniężnych i instrumentów finansowych między kontami kupującego i sprzedającego instrumenty finansowe. W Polsce przykładem podmiotu dokonującego rozrachunku transakcji instrumentami finansowymi jest KDPW.

rynek *offshore* – ogół transakcji instrumentami nominowanymi w walucie danego kraju lub obszaru walutowego zawieranych między podmiotami niebędącymi jego rezydentami.

rynek OTC (*over-the-counter*) – ogół transakcji instrumentami finansowymi poza systemami obrotu instrumentami finansowymi tj. poza obrotem zorganizowanym (rynkem regulowanym lub alternatywnym systemem obrotu) oraz zorganizowaną platformą obrotu (OTF).

rynek regulowany – działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów. Jest to rynek zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu.

sektor bankowości spółdzielczej – banki spółdzielcze i banki zrzeszające.

***sell-buy-back* (SBB)** – transakcja, w której jedna ze stron zbywa określone papiery wartościowe (przenosząc prawo ich własności) po cenie sprzedaży i jednocześnie zobowiązuje się do odkupu w późniejszym terminie równoważnych papierów wartościowych po z góry określonej cenie (tzw. cenie odkupu). W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki zabezpieczonej papierami wartościowymi. W transakcjach SBB pożyczki (kupony odsetkowe) z tytułu posiadanych papierów wartościowych uzyskane w czasie trwania transakcji są zatrzymywane przez ich tymczasowego właściciela, a wartość tych pożyczek jest uwzględniana w cenie odkupu. Dla

kontrahenta kupującego papiery wartościowe i jednocześnie zobowiązującego się do ich odsprzedaży transakcja ta jest określana jako *buy-sell back* (BSB).

SFTR – *Securities Financing Transactions Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L337 z 2015 r., s. 1, z późn. zm.).

SKARBNET4 – prowadzony przez NBP centralny depozyt papierów wartościowych, który obsługuje rozliczenie i rozrachunek transakcji bonami skarbowymi (w tym zawieranymi na platformie TBSP) oraz bonami pieniężnymi emitowanymi przez NBP.

SORBNET2 – system rozrachunku płatności wysokokwotowych w złotych prowadzony przez NBP. W systemie tym dokonywane są rozrachunki wynikające z operacji polityki pieniężnej, operacji na rynku międzybankowym i wysokokwotowych zleceń klientów oraz realizowane są zlecenia płatnicze pochodzące z innych systemów płatności. System SORBNET2 (SORBNET) jest systemem typu RTGS (*real time gross settlement*), w którym rozrachunek przeprowadzany jest na bazie brutto w czasie rzeczywistym. System SORBNET2 zastąpił funkcjonujący do 9 czerwca 2013 r. system SORBNET.

SPO (*secondary public offering*), **wtórna oferta publiczna** – oferta publiczna akcji spółki notowanej na rynku regulowanym lub w ASO, obejmująca akcje nowo emitowane lub sprzedawane przez dotychczasowych akcjonariuszy.

swap walutowy (*fx swap*) – zawierana na rynku OTC transakcja zobowiązująca strony do dokonania początkowej wymiany walut (pierwsza noga, *short leg*) w wyznaczonym dniu i po ustalonym w momencie zawarcia transakcji kursie oraz wymiany końcowej (zwrotnej) tych samych walut (druga noga, *long leg*), w wyznaczonym dniu (innym niż dzień rozrachunku pierwszej nogi) i po ustalonym w momencie zawarcia transakcji kursie (przeważnie różnym od kursu wymiany początkowej). Kwota, którą jeden z kontrahentów jest zobowiązany zapłacić drugiemu w wyniku wymiany końcowej, określona jest w takiej samej walucie, jak kwota, którą kontrahent ten otrzymał w wymianie początkowej.

Tarcze Finansowe PFR – programy pomocy finansowej dla firm z branż, które musiały ograniczyć lub zawiesić działalność w związku z sytuacją epidemiologiczną związaną z COVID-19.

tri-party repo – usługa polegająca na rozrachunku transakcji *repo* w połączeniu z zarządzaniem zabezpieczeniami ustanowionymi w tych transakcjach.

usługa acquiringu – usługa umożliwiająca transakcji płatniczych dokonywanych instrumentem płatniczym płatnika (konsumenta, przedsiębiorcy), w szczególności zapewniająca obsługę autoryzacji oraz przesyłania zleceń płatniczych do wydawcy karty płatniczej (najczęściej banku) lub systemów płatności

VECM (*vector error correction model*, wektorowy model korekty błędem) – model należący do wielowymiarowych modeli szeregów czasowych, wykorzystywany w identyfikacji zależności długookresowych, które występują w zmiennych lub wskaźnikach obserwowanych w dziedzinie czasu.

WIRON (Warsaw Interest Rate Overnight) – wskaźnik O/N opracowywany na podstawie danych dotyczących transakcji depozytowych, który przedstawia średni poziom stopy procentowej ważonej wolumenem, rozumianym jako kwota nominalna niezabezpieczonych transakcji depozytowych zawartych na termin O/N przez podmioty przekazujące dane (uczestników fixingu) z instytucjami kredytowymi, instytucjami finansowymi oraz dużymi przedsiębiorstwami.

wskaźnik CR (CR3, CR5, CR10) – udział w rynku, odpowiednio trzech, pięciu, dziesięciu największych podmiotów. W przypadku banków udział w rynku obliczany jest na podstawie ich aktywów, w przypadku PTE i TFI – aktywów netto zarządzanych przez nie funduszy, a w przypadku zakładów ubezpieczeń – składki przypisanej brutto.

wskaźnik Herfindahla-Hirschmanna (HHI) – suma kwadratów udziałów poszczególnych podmiotów w rynku. W przypadku banków i SKOK-ów udział w rynku obliczany jest na podstawie ich aktywów, w przypadku PTE i TFI – aktywów netto zarządzanych przez nie funduszy, a w przypadku zakładów ubezpieczeń – składki przypisanej brutto.

wskaźnik referencyjny – indeks stosowany w rozumieniu rozporządzenia BMR w umowach i instrumentach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych.

współczynnik penetracji ubezpieczeniowej – relacja składki przypisanej brutto do PKB.

wstępny/początkowy depozyt zabezpieczający (*initial margin*) – wnoszone w postaci środków pieniężnych lub papierów wartościowych zabezpieczenie, służące do pokrycia ryzyka kredytowego kontrahenta wynikającego z potencjalnych (niezrealizowanych) zmian w wycenie transakcji, które mogą wystąpić między momentem ostatniej wymiany zmiennego depozytu zabezpieczającego a zamknięciem pozycji w sytuacji upadłości kontrahenta.

wynik działalności bankowej – suma wyniku z tytułu odsetek oraz wyniku nieodsetkowego.

wynik nieodsetkowy – suma wyniku z tytułu prowizji i opłat, przychodów z tytułu dywidend, wyniku wyceny instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez wynik finansowy, zysków lub strat z tytułu zaprzestania ujmowania instrumentów finansowych innych niż wyceniane według wartości godziwej przez wynik finansowy oraz różnic kursowych.

wynik z wyceny i działalności handlowej – suma wyniku wyceny instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez wynik finansowy, zysków lub strat z tytułu zaprzestania ujmowania instrumentów finansowych innych niż wyceniane według wartości godziwej przez wynik finansowy oraz różnic kursowych.

Wypłacalność II – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE L335 z 2009 r., s. 1).

zmienny/właściwy depozyt zabezpieczający (*variation margin*) – wnoszone przeważnie w postaci środków pieniężnych zabezpieczenie, służące do pokrycia ryzyka kredytowego kontrahenta wynikającego ze zrealizowanych zmian w wycenie rynkowej zawartych z nim transakcji. Wartość depozytu powinna odpowiadać bieżącej wartości netto wszystkich transakcji zawartych z danym kontrahentem. Zmieniające się warunki rynkowe powodują, że wartość ta musi być regularnie aktualizowana, co w zależności od kierunku zmian bieżącej wyceny transakcji może skutkować wezwaniem kontrahenta do uzupełnienia brakującego depozytu (tzw. *margin call*) albo zwrotem tzw. nadzabezpieczenia.

Skróty używane w opracowaniu

1M	jednomiesięczny
1W	jednotygodniowy
1Y	jednoroczny
2M	dwumiesięczny
2W	dwutygodniowy
3M	trzymiesięczny
3W	trzytygodniowy
3Y	trzyletni
5Y	pięcioletni
6M	sześcioletni
9M	dziewięcioletni
12M	dwunastomiesięczny
AC	<i>auto casco</i>
AEX	indeks giełdy papierów wartościowych w Amsterdamie
AKK	węgierska agencja zarządzania długiem publicznym
ARM	Approved Reporting Mechanism
ART	<i>asset-referenced token</i>
ASI	alternatywna spółka inwestycyjna
ASO	alternatywny system obrotu
AT1, T2	<i>additional tier 1 capital</i> (kapitał dodatkowy tier I), <i>tier 2 capital</i> (kapitał tier II)
ATM	<i>at-the-money</i>
BFG	Bankowy Fundusz Gwarancyjny
BGK	Bank Gospodarstwa Krajowego
BIK	Biuro Informacji Kredytowej
BIS	Bank for International Settlements
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BMR	<i>Benchmark Regulation</i>
BNPL	<i>buy-now-pay-later</i>
BPS	Bank Polskiej Spółdzielczości
BS	bank spółdzielczy
BSB	<i>buy-sell-back</i>
CAC 40	indeks 40 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Paryżu
CBR	<i>combined buffer requirement</i> (wymóg połączonego bufora)
CCD2	<i>Credit Agreements for Consumers Directive II</i>
CCP	<i>central counterparty</i>
CCPRRR	<i>Recovery and Resolution of Central Counterparties Regulation</i>
CDPW	centralny depozyt papierów wartościowych
CDS	<i>credit default swap</i>
CET1	<i>common equity tier 1</i> (kapitał podstawowy tier I)
CFD	<i>contract for difference</i>

CFI	<i>classification of financial instruments</i>
CHF	frank szwajcarski
CIC	<i>complementary identification code</i>
CIE	Centralna Informacja Emerytalna
CIT	podatek dochodowy od osób prawnych
CIRS	<i>cross-currency interest rate swap</i>
CMU	Capital Markets Union
COR	współczynnik <i>combined ratio</i>
COVID-19	Corona Virus Disease 2019
CPI	Consumer Price Index
CPK	Centralny Port Komunikacyjny
CR3	udział 3 największych podmiotów w rynku
CR5	udział 5 największych podmiotów w rynku
CR10	udział 10 największych podmiotów w rynku
CRAR	<i>Credit Rating Agencies Regulation</i>
CRD IV	<i>Capital Requirements Directive IV</i>
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>
CSA	<i>Credit Support Annex</i>
CSDR	<i>Central Securities Depositories Regulation</i>
DAX	indeks giełdy papierów wartościowych we Frankfurcie
DBPD	długoterminowe bankowe papiery dłużne
DFE	dobrowolny fundusz emerytalny
DLT	<i>distributed ledger technology</i>
DPDP	długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw
DRP	Dealerzy Rynku Pieniężnego
DS	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych stałokuponowych o dziesięcioletnim pierwotnym terminie zapadalności
DSPW	Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
DV01	<i>dollar value of 1 basis point</i> (wskaźnik mierzący wrażliwość cenową instrumentów finansowych na zmianę stóp procentowych)
Dz.U.	Dziennik Ustaw
Dz. Urz. KNF	Dziennik Urzędowy Komisji Nadzoru Finansowego
Dz. Urz. UE	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej
EBA	European Banking Authority
EBC	Europejski Bank Centralny
EBI	Europejski Bank Inwestycyjny
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ELTIF	<i>European long term investment fund</i>
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
EMT	<i>e-money token</i>
EOG	Europejski Obszar Gospodarczy
ESA	European System of Accounts
ESAP	European Single Access Point
ESG	<i>Environment, Social responsibility, corporate Governance</i>

ESMA	European Securities and Markets Authority
ETC	<i>exchange-traded commodity</i>
ETF	<i>exchange-traded fund</i>
EU	European Union
EUA/EUAA	(European Union Allowances/European Union Aviation Allowances) uprawnienia do emisji gazów cieplarnianych
EUR	euro
EURO STOXX 50	indeks 50 największych spółek z państw strefy euro
EuVECA	europejski fundusz <i>venture capital</i>
FATF	Financial Action Task Force
FD	wskaźnik rozwoju system finansowego
FESE	The Federation of European Securities Exchanges
FIA	Futures Industry Association
FIO	fundusz inwestycyjny otwarty
FISN	<i>financial instrument short name</i>
FIZ	fundusz inwestycyjny zamknięty
FOMC	Federalny Komitet ds. Otwartego Rynku
FRA	<i>forward rate agreement</i>
FTSE 100	indeks 100 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Londynie
FTSE MIB	indeks giełdy papierów wartościowych w Mediolanie
FVOCI	<i>fair value through other comprehensive income</i> (instrumenty finansowe wyceniane w wartości godziwej przez inne całkowite dochody)
FX (fx)	<i>foreign exchange</i>
FZD	fundusz zdefiniowanej daty
GBP	funt brytyjski
GLEIF	Global Legal Entity Identifier Foundation
GMRA	<i>Global Master Repurchase Agreement</i>
GNB S.A.	Getin Noble Bank S.A
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
GPWB-BWZ	indeks obligacji skarbowych o terminie zapadalności powyżej 6 miesięcy
GUS	Główny Urząd Statystyczny
HFT	<i>high-frequency trading</i>
HHI	Herfindahl-Hirschman Index (wskaźnik Herfindahla-Hirschmana)
HUF	węgierski forint
HVF	High Volume Funds
HVP	High Volume Provider
IBEX 35	indeks 35 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Madrycie
ICE	Intercontinental Exchange
IDEM	Italian Derivatives Exchange Market
IFD	<i>Investment Firms Directive</i>
IFR	<i>Investment Firms Regulation</i>
IKE	Indywidualne Konto Emerytalne
IKZE	Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego
IMF	International Monetary Fund

IPO	<i>initial public offering</i>
IPS	Institutional Protection Scheme
IRGiT	Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych
IRGiT SRF	prowadzony przez IRGiT system rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych
IRRD	<i>Insurance Recovery and Resolution Directive</i>
IRS	<i>interest rate swap</i>
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISIN	<i>international securities identifying number</i>
JST	jednostki samorządu terytorialnego
KBPD	krótkoterminowe bankowe papiery dłużne
KDPW	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
KDPW_CCP	izba rozliczeniowa o statusie CCP należąca do grupy kapitałowej Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych
KDPW_TR	repozytorium transakcji prowadzone przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
KE	Komisja Europejska
KFD	Krajowy Fundusz Drogowy
KID	<i>key information document</i>
KIID	<i>key investor information document</i>
KIR	Krajowa Izba Rozliczeniowa
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
KPDP	krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw
KRUS	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego
KS NGR	Komitet Sterujący Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych
KSF	Komitet Stabilności Finansowej
KSF-K	Komitet Stabilności Finansowej jako organ ds. zarządzania kryzysowego w systemie finansowym
KSF-M	Komitet Stabilności Finansowej jako organ nadzoru makroostrożnościowego
KSKOK	Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa
KSR	Krajowy System Rozliczeń
KUKE	Korporacja Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych
LAA	<i>loss-absorption amount</i>
LCH Ltd	London Clearing House Ltd
LEI	<i>legal entity identifier</i>
LSE	London Stock Exchange
MCR	<i>minimum capital requirement</i>
MEFF	Mercado oficial español de opciones y futuros financieros
MF	Ministerstwo Finansów
MFW	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
MiCA	<i>Markets in Crypto-Assets Regulation</i>
MiFID II	<i>Markets in Financial Instruments Directive II</i>
MiFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>

MREL	<i>minimum requirement for own funds and eligible liabilities</i>
MREL-RCA	<i>minimum requirement for own funds and eligible liabilities – recapitalisation amount</i>
MSCI EM	indeks grupujący indeksy z państw wschodzących
MSP	małe i średnie przedsiębiorstwa
MSSF	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
MTF	<i>multilateral trading facility</i>
mWIG40	Warszawski Indeks Giełdowy średnich spółek
mWIG40TR	Warszawski Indeks Giełdowy średnich spółek obliczany w formule dochodowej
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
Nasdaq-100 NTR	Nasdaq-100 Net Total Return Index
NBP	Narodowy Bank Polski
NCIndex	indeks rynku NewConnect
NFT	<i>non-fungible token</i>
NIM	<i>net interest margin</i>
NGR	Narodowa Grup Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych
O/N	<i>overnight</i>
OC	odpowiedzialność cywilna
OECD	<i>Organisation for Economic Cooperation and Development</i>
OFE	otwarty fundusz emerytalny
OIK	oddział instytucji kredytowej
OIPE	ogólnoeuropejski indywidualny produkt emerytalny
OIS	<i>overnight index swap</i>
OK	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych zerokuponowych
OMX	Optionsmäklarna
OMX Stockholm 30	indeks 30 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Sztokholmie
OSII	<i>other systemically important institution</i> (inne instytucje systemowo ważne)
OTC	<i>over-the-counter</i>
OTF	<i>organised trading facility</i>
P2P	<i>person-to-person</i>
P2R	<i>pillar II requirements</i>
PDA	prawo do akcji
PE	Parlament Europejski
PFE	pracowniczy fundusz emerytalny
PIT	podatek dochodowy od osób fizycznych
PFR	Polski Fundusz Rozwoju
PKB	produkt krajowy brutto
PKD	Polska Klasyfikacja Działalności
PLN	złoty polski
POLONIA	Polish Overnight Index Average
POS	<i>point of sale</i>
PPDM	podmiot prowadzący działalność maklerską
PPE	pracowniczy program emerytalny
PPK	pracownicze plany kapitałowe

PRIIP	<i>Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products Regulation</i>
PS	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych stałokuponowych o pięcioletnim pierwotnym terminie zapadalności
PSD2	<i>Payment Services Directive II</i>
PTE	powszechne towarzystwo emerytalne
PZF	Polski Związek Faktorów
PZU	Powszechny Zakład Ubezpieczeń
PwC	PricewaterhouseCoopers
ROA	<i>return on assets</i>
ROE	<i>return on equity</i>
RPP	Rada Polityki Pieniężnej
RRSO	rzeczywista roczna stopa oprocentowania
RTGS	<i>real time gross settlement system</i>
RZE	Rejestr Zobowiązań Emitentów
S&P	Standard&Poor's
S&P 500	indeks 500 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Nowym Jorku
S&P 500 NTR	S&P500 Net Total Return Index
S/N	<i>spot next</i>
S/W	<i>spot week</i>
SBB	<i>sell-buy-back</i>
SCR	<i>solvency capital requirement</i>
SFDR	<i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>
SFIO	specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty
SFTR	<i>Securities Financing Transactions Regulation</i>
SGB	Spółdzielcza Grupa Bankowa
SKOK	spółdzielcza kasa oszczędnościowo-kredytowa
SMI	indeks giełdy papierów wartościowych w Zurychu
SN	sektor niefinansowy
SOZ BPS	System Ochrony Zrzeszenia BPS
SP	Skarb Państwa
SPE	<i>single point of entry</i>
SPO	<i>secondary public offering</i>
SPW	skarbowe papiery wartościowe (obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa)
SRI	<i>summary risk indicator</i>
SRRI	<i>syntetic risk and reward indicator</i>
SSITG	<i>second skin in the game</i>
SSO SGB	Spółdzielczy System Ochrony SGB
SSR	<i>Short Selling Regulation</i>
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
sWIG80	Warszawski Indeks Giełdowy małych spółek
sWIG80TR	Warszawski Indeks Giełdowy małych spółek obliczany w formule dochodowej

T2S	TARGET2-Securities
T/N	<i>tomorrow next</i>
TARGET	Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer system
TARGET-NBP	polski komponent systemu TARGET
TBSP	Treasury BondSpot Poland
TBSP.index	indeks giełdowy dla obligacji skarbowych na rynku TBSP
TCR	<i>total capital ratio</i> (łączny wskaźnik kapitałowy)
TFI	towarzystwo funduszy inwestycyjnych
TREA	<i>total risk exposure amount</i> (całkowita ekspozycja na ryzyko)
TRF	Trade Registration Facility
TUW	towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive</i>
UE	Unia Europejska
UFG	Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny
UFK	ubezpieczeniowy fundusz kapitałowy
UKNF	Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
UOKiK	Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów
USD	dolar amerykański
UTP	Universal Trading Platform
VaR	<i>value at risk</i>
VAT	<i>value added tax</i> (podatek od wartości dodanej)
VECM	Vector Error Correction Model
WATS	Warsaw Automated Trading System
WE	Wspólnota Europejska
WFE	World Federation of Exchanges
WIBID	Warsaw Interbank Bid Rate
WIBOR	Warsaw Interbank Offered Rate
WIG	Warszawski Indeks Giełdowy
WIG140	Warszawski Indeks Giełdowy szerokiego rynku
WIG20	Warszawski Indeks Giełdowy największych spółek
WIG20lev	Warszawski Indeks Giełdowy największych spółek obliczany dla strategii z dźwignią finansową
WIG20short	Warszawski Indeks Giełdowy największych spółek obliczany dla strategii krótkiej sprzedaży
WIG20TR	Warszawski Indeks Giełdowy największych spółek obliczany w formule dochodowej
WIG30	Warszawski Indeks Giełdowy 30 największych i najbardziej płynnych spółek akcyjnych
WIG-banki	Warszawski Indeks Giełdowy spółek sektora bankowego
WIG-budownictwo	Warszawski Indeks Giełdowy spółek sektora budowlanego
WIG-górnictwo	Warszawski Indeks Giełdowy spółek z sektora górniczego
WIG-gry	Warszawski Indeks Giełdowy spółek z sektora gier komputerowych
WIG-Ukraine	Warszawski Indeks Giełdowy spółek z siedzibą w Ukrainie

WIG.GAMES5	Warszawski Indeks Giełdowy pięciu najbardziej płynnych spółek z branży producentów i wydawców gier
WIG.MS-BAS	Warszawski Indeks Giełdowy pięciu najbardziej płynnych spółek z branż obejmujących energię, górnictwo i surowce
WIG.MS-FIN	Warszawski Indeks Giełdowy pięciu najbardziej płynnych spółek z branż obejmujących bankowość, ubezpieczenia, rynek kapitałowy i wierzytelności
WIG.MS-PET	Warszawski Indeks Giełdowy pięciu najbardziej płynnych spółek z branż obejmujących paliwa, gaz i chemię
WIGdiv	Warszawski Indeks Giełdowy spółek regularnie wypłacających dywidendę
WIGtechTR	Warszawski Indeks Giełdowy spółek technologicznych obliczany w formule dochodowej
WIRON	Warsaw Interest Rate Overnight
WRR	Warsaw Repo Rate
WZ	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych zmiennokuponowych
ZPF	Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce
ZPL	Związek Polskiego Leasingu
ZUS	Zakład Ubezpieczeń Społecznych

nbp.pl

