



NARODOWY  
BANK POLSKI

---

# Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.



---

# Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.

Warszawa, 2023 r.

---

**Opracował zespół pod kierownictwem:**

Krzysztofa Markowskiego  
Dobiesława Tymoczko

**Zespół autorski:**

Arkadiusz Bernat	Jarosław Michalewicz
Anna Brzozowska	Patrycja Myśliwska-Wilk
Maciej Cacko	Paweł Nieckula
Marek Chmielewski	Rafał Nowak
Jolanta Fijałkowska	Jacek Osiński
Paweł Gajda	Aleksandra Paterek
Marta Gołajewska	Aleksandra Pilarska
Marzena Imielska	Mateusz Pipień
Adam Jankowski	Justyna Pycka
Paweł Kłosiewicz	Magdalena Rabong
Michał Konopczak	Paulina Sotomska-Krzysztofik
Małgorzata Kotlińska	Bartosz Sudacki
Aneta Kosztowniak	Paweł Wesołowski
Sylwester Kozak	Przemysław Włodarczyk
Przemysław Kuk	Ewa Wróbel
Krzysztof Maliszewski	Joanna Zasadzińska
Krzysztof Markowski	Beata Zdanowicz

**Wydał:**

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

Niniejsze opracowanie i jego poprzednie edycje dostępne są na stronie internetowej NBP  
[www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj](http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj)

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2023

---

# Spis treści

<b>Wstęp</b>	<b>1</b>
<b>Synteza</b>	<b>3</b>
<b>1. System finansowy w Polsce</b>	<b>13</b>
1.1. Kierunki ewolucji systemu finansowego w Polsce	13
1.2. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa na rynku finansowym w Polsce	22
1.2.1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych	22
1.2.2. Zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw	26
<b>2. Regulacje systemu finansowego</b>	<b>30</b>
2.1. Zmiany w regulacjach krajowych	30
2.1.1. Regulacje dotyczące nadzoru i usług płatniczych	30
2.1.2. Regulacje dotyczące instytucji finansowych	31
2.1.2.1. Regulacje dotyczące sektora bankowego	34
2.1.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury	41
2.2. Zmiany w regulacjach Unii Europejskiej	45
2.2.1. Regulacje dotyczące instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych	45
2.2.2. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury	47
<b>3. Infrastruktura systemu</b>	<b>54</b>
3.1. Instytucje regulujące i nadzorcze	54
3.2. System płatniczy	54
3.2.1. Systemy wysokokwotowych płatności międzybankowych	55
3.2.2. Systemy płatności detalicznych	57
3.2.3. Dostawcy usług płatniczych	62
3.2.4. Detaliczne instrumenty i usługi płatnicze	62
3.3. Infrastruktura rynku instrumentów finansowych	64
3.3.1. Infrastruktura transakcyjna	65
3.3.2. Infrastruktura potransakcyjna	67
3.4. Instytucje zwiększające przejrzystość informacyjną	75
3.5. Systemy ochrony uczestników rynku	76
<b>4. Instytucje finansowe</b>	<b>79</b>
4.1. Banki	79
4.1.1. Struktura aktywów banków	84
4.1.2. Struktura pasywów banków	92
4.1.3. Adekwatność kapitałowa banków	97
4.1.4. Wyniki finansowe sektora bankowego	100
4.1.5. Ewolucja struktury sektora bankowego	111
4.2. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	115
4.3. Instytucje niebankowe świadczące usługi finansowe	121
4.3.1. Podmioty świadczące usługi leasingu	121
4.3.2. Podmioty świadczące usługi faktoringu	123
4.3.3. Firmy pożyczkowe	125
4.3.4. Pośrednicy kredytowi	129
4.4. Fundusze inwestycyjne	132
4.4.1. Wielkość sektora	132

4.4.2. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych	136
4.4.3. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych	138
4.4.4. Wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych i poziom podejmowanego ryzyka	142
4.4.5. Krajowe fundusze inwestycyjne na tle europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych	145
4.4.6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	147
4.4.7. Podmioty obsługujące fundusze inwestycyjne	150
4.5. Alternatywne spółki inwestycyjne	152
4.6. Otwarte fundusze emerytalne	155
4.6.1. Wielkość sektora	155
4.6.2. Struktura portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych	156
4.6.3. Wyniki inwestycyjne OFE i poziom podejmowanego ryzyka	159
4.6.4. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych	161
4.6.5. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych	163
4.7. Dobrowolne oszczędności emerytalne	168
4.7.1. Pracownicze programy emerytalne	170
4.7.2. Indywidualne konta emerytalne i indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego	172
4.7.3. Pracownicze plany kapitałowe	176
4.8. Zakłady ubezpieczeń	180
4.8.1. Wielkość sektora	180
4.8.2. Lokaty zakładów ubezpieczeń	186
4.8.3. Wyniki finansowe sektora	189
4.8.4. Wybrane wskaźniki techniczne sektora i reasekuracja	191
4.8.5. Wypłacalność zakładów ubezpieczeń	195
4.8.6. Krajowe zakłady ubezpieczeń na tle europejskiego sektora	197
4.9. Podmioty maklerskie	202
4.9.1. Warunki funkcjonowania podmiotów maklerskich na krajowym rynku finansowym	203
4.9.2. Działalność podmiotów maklerskich na rynku zorganizowanym	205
4.9.3. Wyniki finansowe domów maklerskich	206
4.10. Podmioty prowadzące działalność windykacyjną	209
4.10.1. Działalność firm windykacyjnych	209
4.10.2. Wyniki finansowe firm windykacyjnych	212
<b>5. Rynki finansowe</b>	<b>214</b>
5.1. Rynek pieniężny	214
5.1.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku pieniężnego	214
5.1.2. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych	216
5.1.2.1. Bony pieniężne	216
5.1.2.2. Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	219
5.1.2.3. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	220
5.1.3. Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym	222
5.1.3.1. Lokaty niezabezpieczone	223
5.1.3.2. Swapy walutowe	231
5.1.3.3. Transakcje warunkowe	236
5.2. Rynek kapitałowy	242
5.2.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku kapitałowego	242
5.2.2. Rynek długoterminowych papierów dłużnych	244
5.2.2.1. Obligacje skarbowe	244
5.2.2.2. Nieskarbowe obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa	258

5.2.2.3. Obligacje komunalne	263
5.2.2.4. Długoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez banki	267
5.2.2.4.1. Długoterminowe bankowe papiery dłużne .....	267
5.2.2.4.2. Listy zastawne.....	270
5.2.2.5. Obligacje przedsiębiorstw	271
5.2.3. Rynek instrumentów udziałowych	276
5.3. Kasowy rynek walutowy	289
5.4. Rynek finansowych instrumentów pochodnych	301
5.4.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku finansowych instrumentów pochodnych	302
5.4.2. Pozagiełdowe finansowe instrumenty pochodne	303
5.4.2.1. Instrumenty pochodne stopy procentowej	305
5.4.2.2. Walutowe instrumenty pochodne	313
5.4.3. Giełdowe instrumenty pochodne	320
5.4.3.1. Instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji	322
5.4.3.2. Walutowe instrumenty pochodne	326
<b>6. Perspektywy akcji kredytowej</b>	<b>328</b>
6.1. Kredyty dla przedsiębiorstw	329
6.2. Kredyty konsumpcyjne	332
6.3. Kredyty mieszkaniowe	334
6.4. Kredyty dla sektora niefinansowego	336
6.1. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB	339
<b>Słowniczek</b>	<b>345</b>
<b>Skróty używane w opracowaniu</b>	<b>354</b>



---

# Spis ramek

Ramka 2.1.1. Ustawa o finansowaniu społecznościowym	44
Ramka 2.2.1. Operacyjna odporność cyfrowa sektora finansowego – rozporządzenie DORA <sup>1</sup>	51
Ramka 4.1.1. Sektor bankowy w Polsce na tle sektorów bankowych w innych krajach UE <sup>1</sup>	80
Ramka 4.1.2. Wakacje kredytowe dla kredytobiorców obsługujących kredyty mieszkaniowe w złotych	91
Ramka 4.1.3. Sytuacja banków spółdzielczych w Polsce	105
Ramka 4.6.1. Otwarte fundusze emerytalne z perspektywy 23 lat funkcjonowania – wybrane zagadnienia	165
Ramka 5.1.1. Przygotowanie do likwidacji wskaźników WIBOR oraz zastąpienia go indeksem WIRON w umowach i instrumentach finansowych	228
Ramka 5.3.1. Wykorzystywane przez banki krajowe metody rozrachunku transakcji walutowych i ograniczania związanego z nim ryzyka	296
Ramka 6.1.1. W jaki sposób informacje z ankiety Komitetów Kredytowych mogą pomóc analizować politykę kredytową banków komercyjnych?	341





# Wstęp

*Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.* jest kolejną edycją opracowania, w którym opisane są zmiany zachodzące w systemie finansowym w danym roku. W publikacji przedstawiono tendencje i bariery rozwoju wszystkich funkcjonujących w Polsce instytucji oraz rynków finansowych na tle zmian w europejskim systemie finansowym. Analizie poddano także zmiany infrastruktury i regulacji prawnych dotyczących systemu finansowego oraz inicjatywy mające na celu integrację i zwiększenie bezpieczeństwa rynku finansowego w Unii Europejskiej. Pokazano także, uzupełniając analizy o element prognostyczny, perspektywy kształtowania się dynamiki akcji kredytowej do 2025 roku.

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

**W czwartym rozdziale** poddano analizie zmiany, które w 2022 r. zaszły w poszczególnych sektorach instytucji finansowych. W miarę możliwości zmiany te są opisywane na tle tendencji występujących w krajach naszego regionu oraz w strefie euro. W pierwszej kolejności analizowany jest sektor bankowy. Szczegółowo przedstawiono zmiany struktury należności i zobowiązań banków, w tym wynikające z prowadzonej polityki kredytowej. W następnych podrozdziałach scharakteryzowano inne instytucje świadczące usługi finansowe, sektor alternatywnych spółek inwestycyjnych i podmioty prowadzące działalność windykacyjną.

**W rozdziale piątym** zaprezentowano najważniejsze tendencje występujące na rynkach finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem zmian płynności na tych rynkach, wynikających z czynników globalnych i lokalnych. Najpierw opisano ewolucję rynku pieniężnego i jego poszczególnych segmentów. W kolejnym podrozdziale omówiono zmiany na polskim rynku kapitałowym. Analizą objęto rozwój rynków: obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa, obligacji komunalnych, a także długoterminowych instrumentów dłużnych banków i obligacji przedsiębiorstw. Osobną część rozdziału poświęcono rynkowi akcji. Rozdział piąty zawiera także opis zmian zachodzących na kasowym rynku walutowym oraz ewolucji rynku instrumentów pochodnych w Polsce, w podziale na instrumenty 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 przyjętą zasadą zmiany, które zaszły w krajowym systemie finansowym w 2023 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 dodatkowo obejmujących I półrocze 2023 r. Podstawowe informacje na temat zmian w systemie finansowym w 2023 r. zawiera także prezentacja, zamieszczona na stronie internetowej NBP<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> [www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj](http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj).

# Synteza

Na koniec 2022 r. relacja aktywów krajowego systemu finansowego do PKB wyniosła 117,0% i obniżyła się w stosunku do roku poprzedniego, ze względu na szybszy wzrost PKB. Polski sektor finansowy, w tym sektor bankowy, w porównaniu z najwyższej rozwiniętymi gospodarczo krajami, nie jest nadmiernie rozwinięty. Poziom rozwoju poszczególnych segmentów systemu finansowego jest jednak zróżnicowany. Zdecydowanie lepiej rozwinięte są instytucje finansowe, w tym sektor bankowy. Natomiast relatywnie słabiej rozwinięte są rynki finansowe.

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 był największą częścią systemu finansowego w Polsce – na koniec 2022 r. wartość aktywów banków komercyjnych i spółdzielczych stanowiła około 76% 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 największą pozycję stanowiły, podobnie jak w minionych latach, kredyty dla sektora niefinansowego (42%) – w tym szczególnie kredyty dla gospodarstw domowych (28%). Wyższy poziom stóp procentowych w warunkach zwiększonej inflacji i obawy klientów o sytuację ekonomiczną, negatywnie wpłynęły na popyt na kredyty gospodarstw domowych. Jedyną kategorią kredytów, która zwiększała swoją wartość w trakcie całego roku były kredyty dla przedsiębiorstw. Papiery skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa były drugą pod względem wartości pozycją aktywów (20%<sup>2</sup>).
- Głównym źródłem finansowania działalności banków krajowych były depozyty sektora niefinansowego (60%). Wyższe oprocentowanie depozytów przyczyniło się do odwrócenia dotychczasowych tendencji i zwiększenia zainteresowania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw depozytami terminowymi. Mimo wejścia w życie wymogu MREL, który można spełnić częściowo instrumentami dłużnymi, jedynie niewielką część sumy bilansowej sektora bankowego stanowiło finansowanie w postaci zadłużenia z tytułu emisji papierów dłużnych (2,2%<sup>3</sup>). Zarówno zadłużenie z tytułu emisji, jak i kwota środków pozyskanych od sektora finansowego z zagranicy, ponownie zmniejszyły się w 2022 r.

<sup>2</sup> Dane nie obejmują BGK.

<sup>3</sup> Z wyłączeniem emisji BGK na fundusze celowe.

- Zyski i wskaźniki zyskowności sektora w 2022 r. poprawiły się, nadal jednak były niższe od długookresowej średniej. Do poprawy przyczyniły się przede wszystkim wyniki odsetkowe, które w warunkach stosunkowo wysokich stóp procentowych były istotnie wyższe niż przed rokiem. Podobnie jak w 2021 r. możliwości poprawy zysków sektora ograniczały natomiast znaczne odpisy na ryzyko prawne związane z portfelami walutowych kredytów mieszkaniowych. Wyniki finansowe sektora bankowego zostały obciążone również wysokimi jednorazowymi kosztami, związanymi ze wsparciem kredytobiorców (tzw. wakacje kredytowe) oraz utworzeniem Systemu Ochrony Banków Komercyjnych przez największe banki. Mimo poprawy zyskowności, banki osiągały przeciętnie niższe zwroty z kapitału niż inne instytucje finansowe i przedsiębiorstwa niefinansowe działające w Polsce.
- Przeciętne wyposażenie kapitałowe sektora bankowego pozostało wysokie, a nadwyżki kapitału zapewniały bezpieczeństwo działania i nie stanowiły przeszkody dla rozwoju działalności banków (nadwyżki kapitałowe ponad wymogi i bufony kapitałowe wynosiły w grudniu 2022 r. ok. 10% TREA). Wysoki poziom funduszy własnych banków w porównaniu do wartości aktywów sprawił, że krajowy sektor bankowy działał przy niskiej dźwigni (wskaźnik dźwigni wyniósł 7,6%).

Banki spółdzielcze pozostają istotnym dostawcą usług finansowych, szczególnie w zakresie obsługi finansowej środowisk lokalnych. W wyniku procesów konsolidacyjnych liczba tych banków zmalała do 496. Tylko 10 banków pozostawało poza systemami ochrony instytucjonalnej (IPS). Wynik finansowy sektora uległ wyraźnej poprawie i wyniósł około 3,2 mld zł. Jakość portfela kredytowego banków spółdzielczych nie uległa istotnej zmianie i wciąż pozostawała niższa niż w sektorze banków komercyjnych (szczególnie w zakresie kredytów dla przedsiębiorstw). Zdecydowana poprawa zyskowności banków spółdzielczych korzystnie wpłynęła na ich zdolność do wewnętrznej budowy kapitału Tier 1 poprzez zyski zatrzymane, co przełożyło się na wzmocnienie adekwatności kapitałowej.

- W celu oceny perspektyw rozwoju największego sektora systemu finansowego przygotowano prognozy dynamiki akcji kredytowej. Prognoza akcji kredytowej ogółem dla sektora niefinansowego przewiduje spadek jej rocznej dynamiki do poziomu ok. -4,5% r/r w III kw. 2023 r. oraz późniejszą odbudowę do poziomu 4% r/r na koniec horyzontu prognozy (IV kw. 2025 r.). Ujemnych dynamik r/r akcji kredytowej można się jednak spodziewać do IV kw. 2024 r.
- W bieżącej edycji opracowania przygotowano także prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB. W horyzoncie prognozy przewidywany jest spadek relacji kredytów do PKB poniżej 30%.
- Wielkość aktywów sektora spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych od kilku lat stopniowo rośnie, jednak skala ich działania w 2022 r. nadal pozostawała nieznaczna. Liczba działających kas zmniejszyła się do 19 w rezultacie procesów konsolidacyjnych, co wpłynęło na dalsze zwiększenie stopnia koncentracji sektorowej. Dzięki wysokim wynikom odsetkowym, kasy osiągnęły dodatni wynik finansowy, przy utrzymującej się jednocześnie niskiej efektywności kosztowej oraz ponoszonych kosztach ryzyka kredytowego. Sytuacja kapitałowa kas była zróżnicowana i uległa niewielkiej poprawie. Pomimo tego, współczynnik

wypłacalności dla całego sektora na koniec 2022 r. ukształtował się poniżej ustawowego minimum.

- Rok 2022 był okresem największego spadku aktywów netto funduszy inwestycyjnych (o 12,5%) od czasu wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Spowodował go przede wszystkim istotny odpływ środków inwestorów (-28,7 mld zł), który miał miejsce m.in. w związku z wojną w Ukrainie. Na koniec grudnia suma bilansowa sektora pomniejszona o wartość zobowiązań osiągnęła wartość 283 mld zł. Warunki działalności okazały się najtrudniejsze dla funduszy otwartych (w szczególności dla funduszy papierów dłużnych), które odnotowały największy odpływ środków. Głównym źródłem ich ujemnego wyniku była strata ze sprzedaży dłużnych papierów wartościowych oraz akcji. Podmioty te były bowiem zmuszone do wyprzedazy składników portfela z uwagi na konieczność realizacji wzmożonych żądań odkupu jednostek uczestnictwa. Żaden z typów funduszy inwestycyjnych nie osiągnął w analizowanym okresie dodatnich stóp zwrotu w ujęciu nominalnym. Pozytywny wynik z operacji osiągnęły natomiast fundusze zamknięte. Jego źródłem były w znacznej mierze różnice kursowe. Podmioty te, inaczej niż fundusze otwarte, odnotowały także zysk ze zbycia lokat, w szczególności ze sprzedaży akcji. Fundusze zamknięte pozostały największą częścią analizowanego sektora pod względem liczby (ponad 80%), natomiast udziały obu rodzajów funduszy w aktywach netto sektora były podobne (51,7% fundusze otwarte, 48,3% fundusze zamknięte).
- W 2022 r. wzrosła zarówno liczba alternatywnych spółek inwestycyjnych, zarządzających nimi podmiotów, jak i wartość aktywów ASI. Na koniec grudnia działalność prowadziło 396 alternatywnych spółek inwestycyjnych. Dysponowały one aktywami o wartości 9,6 mld zł, tj. o 1,4 mld zł większej niż rok wcześniej. Wartość przeprowadzonych w Polsce inwestycji *private equity* (zarządzający ASI oraz ASI są częścią tego sektora) była ponad dwukrotnie mniejsza niż w 2021 r. Spadek ten mógł być wynikiem większej ostrożności inwestorów zagranicznych spowodowanej wojną w Ukrainie, a także konsekwencją niekorzystnych wycen na rynkach akcji.
- W 2022 r. aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych spadły o 31,6 mld zł, do 156,3 mld zł, co było spowodowane wysoką stratą na inwestycjach tych podmiotów. W 2022 r. OFE aktywnie inwestowały na rynkach kapitałowych. Saldo transakcji (zakup-sprzedaż) na krajowym rynku instrumentów udziałowych wyniosło 1,5 mld zł. Zwiększył się także udział funduszy w kapitalizacji i *free float* (odpowiednio do 20,9% i 43,3%). Mimo spadku aktywów funduszy PTE osiągnęły większy zysk niż w poprzednim roku (604,0 mln zł) oraz wyższy poziom wskaźnika ROE (25,5%). Na długoterminowe wyniki OFE istotny wpływ miały ponoszone przez uczestników opłaty, bez których aktywa zgromadzone w funduszach na koniec 2022 r. byłyby o prawie 40% wyższe.
- W 2022 r. wartość aktywów zgromadzonych w ramach dobrowolnych oszczędności emerytalnych zwiększyła się o 12,2% i wyniosła 51,9 mld zł (PPE – 19,1 mld zł, IKE – 14,1 mld zł, IKZE – 6,6 mld zł, PPK – 12,0 mld zł). Przyrost aktywów odnotowano we wszystkich formach, przy czym najwyższym tempem wzrostu charakteryzowały się PPK (56,5%). W porównaniu z

poprzednim rokiem w ramach III filara prowadzono więcej kont (4,9 mln) oraz zebrano wyższe składki (11,9 mld zł).

- W 2022 r. aktywa sektora ubezpieczeń zmniejszyły się o 13,5 mld zł, do 186,3 mld zł na koniec roku. Spadek zanotowały przede wszystkim zakłady działu I (o prawie 12%). Głównym czynnikiem wpływającym na mniejszą wartość aktywów sektora ubezpieczeń były podwyżki stóp procentowych, które obniżyły wartość instrumentów dłużnych w posiadaniu zakładów ubezpieczeń. Z kolei składka przypisana brutto zwiększyła się, z 69,2 mld zł w 2021 r. do 72,3 mld zł w 2022 r. Wzrost ten dotyczył jedynie zakładów ubezpieczeń majątkowych (o 3,7 mld zł), natomiast podmioty działu I odnotowały niższą składkę. Wynik finansowy sektora ubezpieczeń w 2022 r. wyniósł 5,7 mld zł, podobnie jak w 2021 r. Zysk działu I wzrósł z 1,6 mld zł do 2,2 mld zł, natomiast w dziale II spadł do 3,5 mld zł.
- W 2022 r. sektor ubezpieczeń dysponował wysokimi nadwyżkami ponad wymogi kapitałowe. Na koniec grudnia 2022 r. pokrycie kapitałowego wymogu wypłacalności dopuszczonymi środkami własnymi wyniosło 269% w dziale I i 228% w dziale II, zaś wypłacalność całego krajowego sektora – 241%. Tym samym znalazła się ona poniżej średniej dla krajów EOG (257%).
- W 2022 r. wartość finansowania udzielonego przez spółki leasingowe wyniosła 88,1 mld zł, jedynie o 0,1 mld zł więcej niż w 2021 r. Umowy leasingu odpowiadały za 87% tego finansowania, a pożyczki za 13%. Leasing był wykorzystywany głównie do zakupu środków transportu, zaś pożyczki służyły przede wszystkim nabyciu maszyn i urządzeń. Spółki leasingowe wypracowały w 2022 r. zysk netto w kwocie 1,7 mld zł. Głównym źródłem finansowania ich działalności pozostawały kredyty bankowe.
- W 2022 r. podmioty świadczące usługi faktoringu wykupiły wierzytelności o wartości 476,9 mld zł, o 20% więcej niż w 2021 r. Wierzytelności te obejmowały 23,9 mln faktur nabytych od 25,5 tys. przedsiębiorstw. Podmiotami świadczącymi usługi faktoringowe były banki i spółki z bankowych grup kapitałowych, których udział w rynku wyniósł około 87%. Działalność polskich faktorów była świadczona przede wszystkim na rynku krajowym, najczęściej w formie faktoringu pełnego.
- Według danych GUS firmy pożyczkowe w 2022 r. udzieliły pożyczek na kwotę 17,1 mld zł (wzrost o prawie 24% w porównaniu z poprzednim rokiem), w tym 9,1 mld zł stanowiły umowy zawarte z osobami fizycznymi. Z kolei wartość kredytów i pożyczek udzielonych przez banki we współpracy z pośrednikami kredytowymi wyniosła 33 mld zł i była o 39% niższa niż w 2021 r. Najważniejszymi produktami oferowanymi gospodarstwom domowym przez tych pośredników były kredyty hipoteczne oraz pożyczki i kredyty gotówkowe.
- Krajowe podmioty maklerskie prowadziły działalność przede wszystkim na rynkach regulowanych i ASO organizowanych przez GPW i BondSpot. W 2022 r. warunki prowadzenia tej działalności się pogorszyły – słabnące tempo wzrostu gospodarczego oraz silny wzrost cen surowców przełożyły się na dużą zmienność cen akcji. Ponadto zmniejszyło się zainteresowanie organizacją IPO i emisją papierów dłużnych. 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 2022 r. – podobnie jak w ubiegłych latach – największy wpływ na łączny wynik finansowy domów maklerskich miały zyski z tytułu wspomnianych operacji.

- W 2022 r. obserwowano ożywienie na rynku wierzycielności. Firmy windykacyjne przyjęły do obsługi 9,7 mln wierzycielności o nominalnej wartości 41,0 mld zł. W strukturze pozyskanych do obsługi wierzycielności dominowały wierzycielności konsumenckie. Z punktu widzenia formy działalności gros pozyskanych wierzycielności przyjęto do obsługi na zlecenie.

### ***Rynki finansowe i ich infrastruktura***

- W 2022 r. sytuację na krajowym rynku pieniężnym w dużym stopniu determinowała niepewność związana z wojną w Ukrainie oraz rosnącą inflacją, co zwiększyło zmienność cen na rynkach finansowych. W okresie styczeń–wrzesień RPP ośmiokrotnie podniosła stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną z 1,75% do 6,75%. Podjęła także decyzję o podwyższeniu od 31 marca stopy rezerwy obowiązkowej z 2,0% do 3,5%, co przełożyło się na zmniejszenie płynnych środków pozostających do dyspozycji krajowego sektora bankowego.
- Średnioroczna wartość bonów pieniężnych w obiegu, odzwierciedlająca skalę nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, w 2022 r. wyniosła 198 mld zł i była o około 4% niższa niż rok wcześniej. Do spadku wartości tych instrumentów w obiegu przyczyniło się przede wszystkim wspomniane podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej. W 2022 r. Ministerstwo Finansów nie przeprowadzało emisji bonów skarbowych. Zadłużenie krajowych przedsiębiorstw z tytułu krótkoterminowych papierów dłużnych w 2022 r. spadło o 3,9 mld zł, do 9,5 mld zł na koniec roku. Emisje tych instrumentów przeprowadzały głównie przedsiębiorstwa leasingowe i faktoringowe, których podmiotami dominującymi były banki krajowe.
- Średnie dzienne obroty na rynku lokat międzybankowych w 2022 r. wyniosły 4,4 mld zł i były o około 18% większe w porównaniu z poprzednim rokiem. 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 94% wartości obrotów na tym rynku. W porównaniu z 2021 r. wzrosła zarówno średnia dzienna wartość tych transakcji, jak i ich liczba. Towarzyszyła temu ponadprzeciętna aktywność banków w segmencie transakcji o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności. Uczestnikami fixingu opracowywanej przez NBP stawki POLONIA było 19 banków.
- GPW Benchmark prowadził prace nad opracowaniem indeksów, które mogłyby pełnić funkcje wskaźników alternatywnych dla wskaźnika WIBOR. Potrzeba opracowania bazującego na stawce risk-free indeksu alternatywnego dla wskaźnika WIBOR i stopniowego uporządkowanego zastępowania go takim indeksem wynika m.in. z realizacji rekomendacji



organizacji międzynarodowych, strukturalnych uwarunkowań krajowego rynku transakcji lokacyjnych oraz działań podejmowanych w innych jurysdykcjach. W celu przeprowadzenia procesu tranzycji wskaźników została powołana Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR), której celem było przygotowanie „mapy drogowej” oraz harmonogramu działań służących sprawnemu i płynnemu zastąpieniu WIBOR przez nowy wskaźnik referencyjny. Na podstawie wyników konsultacji oraz dodatkowych analiz Komitet Sterujący NGR we wrześniu 2022 r. zdecydował, że funkcję alternatywnego wskaźnika referencyjnego dla wskaźnika WIBOR będzie pełnił indeks WIRON.

- W 2022 r. istotnie zwiększyły się obroty na krajowym rynku fx swap złotego. Średnia dzienna wartość takich operacji wyniosła 26,6 mld zł, tj. o 39% więcej niż rok wcześniej. Wynikało to m.in. ze wzrostu niepewności wśród uczestników rynku w związku z agresją Rosji na Ukrainę oraz zróżnicowanymi oczekiwaniami na zmiany stóp procentowych przez poszczególne banki centralne. Na rynku tym dominowały transakcje zawierane między bankami, przy czym na operacje z bankami zagranicznymi przypadało prawie 90% obrotów na rynku międzybankowym.
- Aktywność na krajowym rynku transakcji warunkowych była w analizowanym okresie wyraźnie większa niż w 2021 r., w szczególności bezpośrednio po dokonaniu przez Rosję agresji na Ukrainę, co mogło mieć związek z gwałtownym wzrostem niepewności uczestników rynku oraz towarzyszącym wybuchowi wojny spadkiem cen obligacji skarbowych. Średnia dzienna wartość operacji warunkowych, które są realizowane prawie wyłącznie z wykorzystaniem skarbowych papierów wartościowych, wzrosła o ponad 60% i w 2022 r. wyniosła 19,9 mld zł. Tak jak w poprzednich latach na wspomnianym rynku przeważały operacje sell-buy-back (SBB) realizowane głównie między bankami a niekredytowymi instytucjami finansowymi. Nowelizacja ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych wyłączyła z początkiem 2023 r. z podstawy naliczania 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.
- Krajowy rynek kapitałowy, którego najważniejszymi segmentami są Główny Rynek GPW umożliwiający obrót akcjami oraz rynek obligacji skarbowych, w 2022 r. funkcjonował w sytuacji istotnego wzrostu niepewności wywołanej agresją Rosji na Ukrainę oraz rosnącej inflacji. Te uwarunkowania przyczyniły się do spadku cen zarówno obligacji, jak i akcji notowanych na GPW oraz negatywnie wpłynęły na wartość nowych emisji akcji (IPO) i obligacji przedsiębiorstw.
- Dominującym segmentem krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych pozostawały obligacje skarbowe. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu tych instrumentów finansowych w 2022 r. zwiększyło się o 49,3 mld zł, do 862,9 mld zł na koniec roku. Największy udział w strukturze inwestorów na tym rynku zachowały banki krajowe, które na koniec analizowanego okresu posiadały obligacje skarbowe o wartości 353,8 mld zł. Zaangażowanie w te instrumenty zwiększyli w analizowanym okresie inwestorzy zagraniczni oraz osoby

fizyczne. Na koniec 2022 r. zadłużenie z tytułu oszczędnościowych obligacji skarbowych wzrosło do rekordowego poziomu 84,6 mld zł, przede wszystkim ze względu na popularność wśród inwestorów indywidualnych instrumentów indeksowanych inflacją. Średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych obligacjami skarbowymi wyniosła 7,2 mld, tj. nieznacznie więcej niż w 2021 r. Wyraźnie wzrosła natomiast średnia dzienna wartość transakcji warunkowych.

- BGK wyemitował w 2022 r. obligacje z gwarancją Skarbu Państwa o wartości 7,8 mld zł na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz o wartości 1,2 mld euro dla Funduszu Pomocy. Łączne krajowe zadłużenie BGK i PFR z tytułu emisji papierów dłużnych gwarantowanych przez Skarb Państwa w analizowanym okresie wzrosło o 8,1 mld zł, do 223,8 mld zł na koniec 2022 r. Nabywcami tej grupy instrumentów finansowych były głównie banki krajowe oraz NBP, który skupował je z rynku wtórnego w latach 2020–2021 w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Wśród nieskarbowych papierów dłużnych z gwarancją Skarbu Państwa największą płynnością, także w segmencie transakcji warunkowych, charakteryzowały się obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Płynność pozostałych rodzajów obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa była niska. Ze względu na mniejszą płynność i przepisy podatkowe rentowności tych instrumentów na rynku wtórnym były nieznacznie wyższe od rentowności obligacji skarbowych o podobnych parametrach.
- Wartość rynku długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w 2022 r. spadła o 6,7 mld zł, do 79,8 mld zł. W analizowanym okresie obligacje były emitowane głównie przez spółki finansowe (leasingowe, faktoringowe), a wartość nowych emisji spadła do 9,7 mld zł, tj. była o około 40% mniejsza niż rok wcześniej. Rynek tych instrumentów charakteryzował się silną segmentacją i wciąż dużym udziałem obligacji nierynkowych, które nie były notowane na rynkach zorganizowanych ani nie były przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Płynność rynku wtórnego obligacji przedsiębiorstw pozostała niewielka. Głównymi nabywcami tych instrumentów finansowych w 2022 r. były fundusze inwestycyjne i banki.
- Na koniec 2022 r. w obiegu pozostawało 16,3 tys. serii obligacji komunalnych o łącznej wartości 31,6 mld zł, wyemitowanych przez ponad tysiąc jednostek samorządu terytorialnego. W analizowanym okresie wartość nowych emisji tych instrumentów wyniosła około 4,7 mld zł. Pozyskane w ten sposób środki służyły samorządom głównie do realizacji inwestycji (w tym m.in. projektów współfinansowanych z funduszy europejskich) oraz do refinansowania zapadającego zadłużenia. Rynek ten pozostawał silnie rozdrobniony, co wynikało z małych potrzeb pożyczkowych większości JST oraz powszechnego dzielenia emisji na wiele serii. Banki krajowe, będące zazwyczaj organizatorami emisji obligacji komunalnych, posiadały na koniec 2022 r. prawie 80% wartości tych papierów dłużnych. Płynność rynku wtórnego tych instrumentów finansowych była znikoma.
- Kapitalizacja Głównego Rynku GPW zmniejszyła się do 1 114,2 mld zł na koniec 2022 r., a relacja kapitalizacji spółek krajowych do PKB Polski spadła do 18,7%. Przez większość analizowanego okresu na światowych rynkach akcji, w tym na GPW, obserwowano istotne spadki cen instrumentów udziałowych, czego głównymi przyczynami były agresja Rosji na

Ukrainę oraz pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego. Indeks szerokiego rynku, WIG, w 2022 r. zmniejszył się o 17,1%, przy czym najmocniej taniały spółki prowadzące działalność gospodarczą na terenie Ukrainy.

- W 2022 r. średnia dzienna wartość transakcji akcjami na Głównym Rynku GPW wyniosła niecałe 1,2 mld zł (spadek o 11,5% 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, spadł do 45,9%, jednak wciąż pozostawał istotnie wyższy niż przed 2020 r. W analizowanym okresie zmniejszyło się zainteresowanie obrotem akcjami wśród inwestorów indywidualnych, co wynikało przede wszystkim ze spadku cen akcji, a także większej atrakcyjności innych form lokowania oszczędności. W 2022 r. do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje 8 spółek (wszystkie zostały przeniesione z NewConnect), a łączna wartość IPO wyniosła zaledwie 39,7 mln zł. Z obrotu wycofano natomiast akcje 22 podmiotów, najczęściej na skutek decyzji głównego akcjonariusza. Z kolei wartość akcji wyemitowanych przez podmioty już obecne na Głównym Rynku GPW (SPO) była wyraźnie większa niż rok wcześniej i wyniosła 8,7 mld zł (przy czym 5 największych emisji stanowiło 94% tej kwoty).
- W 2022 r. odnotowano mniejsze niż w poprzednim roku zainteresowanie rynkiem NewConnect zarówno ze strony emitentów, jak i inwestorów. Wartość obrotów netto akcjami w tym ASO wyniosła 2,6 mld zł (wobec 6,3 mld zł rok wcześniej oraz 14,9 mld zł w 2020 r.), a strukturze podmiotowej obrotów nadal wyraźnie dominowali inwestorzy indywidualni. Kapitalizacja tego rynku w 2022 r. wyraźnie się zmniejszyła.
- Kasowy rynek złotego w 2022 r. pozostawał największym lokalnym rynkiem walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, ze średnią dzienną wartością transakcji przewyższającą ponad dwukrotnie wielkość rynku forinta i ponad trzykrotnie wielkość rynku korony czeskiej. Jak wynika ze zorganizowanego przez BIS badania obrotów na rynku walutowym średnie dzienne obroty na globalnym kasowym rynku złotego w kwietniu 2022 r. wyniosły 15,5 mld USD (ponad 26% więcej niż w kwietniu 2019 r.). Ponad 84% 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 i były nieznacznie niższe niż rok wcześniej.
- Średnie dzienne obroty netto na globalnym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w kwietniu 2022 r. wyniosły 15,0 mld USD, co dawało złotemu osiemną pozycję na świecie pod względem wartości obrotów. Rynek ten charakteryzował się m.in. znacznie większą płynnością niż rynek analogicznych instrumentów nominowanych w forintach węgierskich. Na krajowym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w 2022 r. obserwowano, piąty rok z rzędu, wyraźny wzrost średnich dziennych obrotów netto. W analizowanym okresie wyniosły one 10,0 mld zł, czyli o ponad 22% więcej niż rok wcześniej. Wpływ na to miało przede wszystkim dużo większe zainteresowanie uczestników rynku transakcjami FRA, do czego przyczyniło się

przede wszystkim mocne zróżnicowanie ich oczekiwań co do przyszłego poziomu stóp procentowych w Polsce.

- W kwietniu 2022 r. średnie dzienne obroty netto na globalnym rynku transakcji instrumentami pochodnymi OTC na kurs złotego wyniosły ponad 8,8 mld USD, w tym ponad 6,9 mld USD przypadało na transakcje forward. Wyraźnie większa aktywność na tym rynku w porównaniu z kwietniem 2019 r. mogła wynikać m.in. z większej zmienności kursu złotego względem walut bazowych, która przyczyniała się do wzrostu wartości operacji realizowanych w celach spekulacyjnych. Z kolei średnia dzienna wartość operacji na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych złotego w 2022 r. wyniosła 5,1 mld zł i była mniejsza o ponad 26% w porównaniu z poprzednim rokiem, na co wpływ miało głównie istotne ograniczenie aktywności w jego najbardziej płynnym segmencie – rynku transakcji forward, m.in. w wyniku zmiany sposobu pozyskiwania walut obcych przez niektóre niebankowe instytucje finansowe.
- Zgodnie z wynikami zorganizowanego przez BIS badania obrotów na rynku walutowym i rynku instrumentów pochodnych OTC stosowane przez podmioty krajowe w kwietniu 2022 r. metody rozrachunku transakcji walutowych istotnie odbiegały od standardów obserwowanych na rynku globalnym. Banki krajowe w znacznie mniejszym stopniu ograniczały bowiem ryzyko związane z rozrachunkiem transakcji walutowych za pomocą nettingu czy z wykorzystaniem zasady payment vs. payment. Prawie dwie trzecie płatności z tytułu transakcji na krajowym rynku walutowym zostało zrealizowane na bazie brutto z wykorzystaniem banków-korespondentów, co w dużej mierze było związane ze strukturą walutową oraz podmiotową transakcji realizowanych na krajowym rynku walutowym. Z kolei możliwość zastosowania i skuteczność nettingu płatności była ograniczana przez kierunkową pozycję walutową krajowego sektora bankowego i bardzo niewielki udział banków krajowych w obrotach na globalnym rynku złotego.
- W 2022 r. wolumen obrotów instrumentami pochodnymi na GPW wyniósł prawie 15,6 mln kontraktów i był on o 30% większy niż rok wcześniej. 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. Transakcje tymi instrumentami stanowiły 89,4% całkowitej wartości obrotów na tym rynku. Mimo wyraźnego wzrostu obrotów wspomnianymi kontraktami, nadal zajmowały one odległą pozycję wśród analogicznych instrumentów oferowanych przez giełdy europejskie.
- W kwietniu 2022 r. KDPW\_CCP uruchomił usługę rozliczania transakcji repo zabezpieczonych obligacjami skarbowymi (z wyłączeniem obligacji indeksowanych), zawieranych na rynku zorganizowanym (TBSP). Świadczenie tej usługi może przyczynić się do ograniczenia ryzyka kredytowego kontrahenta w tych transakcjach i z czasem wspierać rozwój tego istotnego dla systemu finansowego segmentu rynku pieniężnego. W związku z uruchomieniem 4 listopada 2022 r. przez GPW w formule ASO rynku Global Connect KDPW rozpoczął rejestrowanie akcji zagranicznych emitentów bez zawierania z nimi umowy. W pierwszym etapie na tym rynku dostępne były akcje pięciu spółek z rynku niemieckiego, które zostały wprowadzone do obrotu w alternatywnym systemie przez animatora rynku i zarejestrowane w KDPW.



# 1. System finansowy w Polsce

## 1.1. Kierunki ewolucji systemu finansowego w Polsce

Relacja aktywów krajowego systemu finansowego do PKB na koniec 2022 r. wyniosła 117,0% i, ze względu na szybszy wzrost PKB aniżeli aktywów sektora finansowego, obniżyła się w porównaniu ze stanem na koniec 2021 roku. Podobna sytuacja miała miejsce w Czechach, Słowacji, Węgrzech i strefie euro (tabela 1.1.1). Poziom rozwoju pośrednictwa finansowego, mierzony relacją wartości aktywów systemu finansowego do PKB, w Polsce, jak i w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w porównaniu z wartością tego wskaźnika w krajach strefy euro, był względnie niski (wykres 1.1.1).

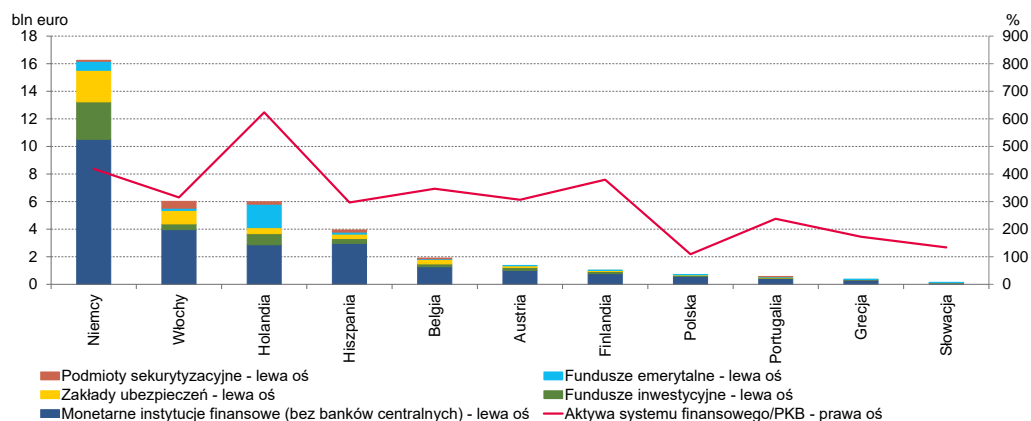
**Tabela 1.1.1.** Aktywa systemu finansowego<sup>1</sup> w relacji do PKB w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2019-2022 (w %)

	2019	2020	2021	2022
Polska	124,6	136,6	133,0	117,0
Czechy	162,7	173,1	173,0	162,7
Słowacja	128,0	138,7	145,8	138,6
Węgry	121,5	142,6	146,0	141,1
Strefa euro	508,6	564,3	562,0	515,6

<sup>1</sup> Uwzględniono aktywa następujących instytucji finansowych: monetarnych instytucji finansowych (bez banków centralnych), zakładów ubezpieczeń, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, podmiotów sekurytyzacyjnych, 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 Statistical Data Warehouse 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 2022 r.



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

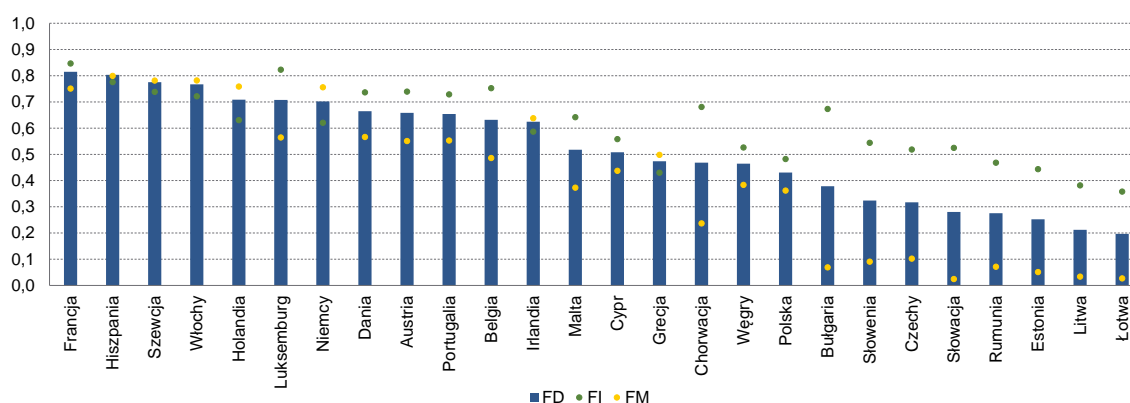
Ocena poziomu rozwoju systemu finansowego przy wykorzystaniu innych wskaźników prowadzi do podobnych wniosków. Opracowany przez MFW wskaźnik rozwoju systemu finansowego



(FD)<sup>4</sup> dla Polski wynosił 0,431. Pozwalało to klasyfikować Polskę do grupy krajów o średnim poziomie rozwoju<sup>5</sup> (18 pozycja w grupie krajów UE<sup>6</sup>). Zbliżony poziom rozwoju systemu finansowego do Polski miały Węgry (0,464) i Bułgaria (0,379) (wykres 1.1.2).

Poziom częściowych wskaźników (FI i FM), tworzących syntetyczny wskaźnik rozwoju systemu finansowego (FD), odzwierciedla zróżnicowany stopień rozwoju poszczególnych segmentów polskiego systemu finansowego. Przez ostatnie lata rozwój polskiego systemu finansowego opierał się na instytucjach finansowych (sektorze bankowym), przy mniejszym znaczeniu rynków finansowych (wykres 1.1.3)<sup>7</sup>. Świadczy to o relatywnie słabszym rozwoju rynków finansowych w Polsce w porównaniu z innymi krajami, zwłaszcza o bardziej rozwiniętym systemie finansowym.

**Wykres. 1.1.2.** Wskaźnik rozwoju systemu finansowego (FD), rozwoju instytucji finansowych (FI) i rozwoju rynków finansowych (FM) w krajach UE w 2021 r.



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych MFW. *Financial Development Index Database*, IMF Data, aktualizacja danych 26 lipca 2023 r. <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>.

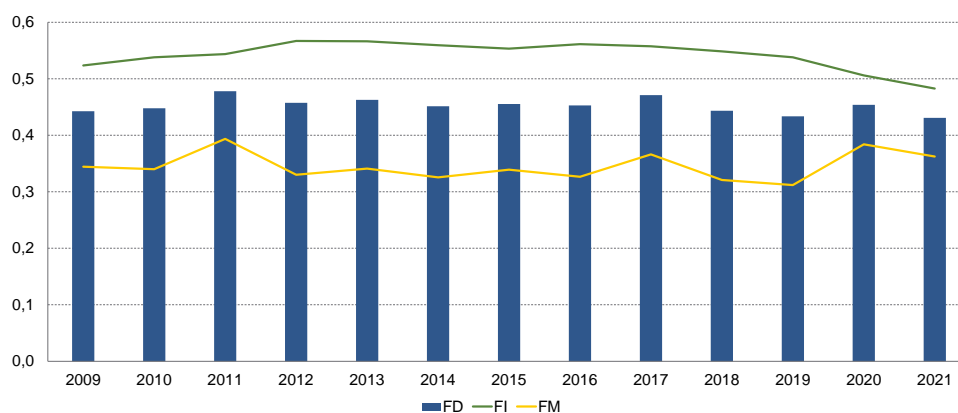
<sup>4</sup> Wskaźnik został opracowany przez MFW. Zob.: R. Sahay, M. Cihak, P. N'Diaye, A. Barajas, D. A. Pena, R. Bi, Y. Gao, A' Kyobe, L. Nguyen, C. Saborowski, K. Svirydzenka, R. Yousefi, *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note SDN/15/08, May 2015, IMF oraz K. Svirydzenka *Introducing a New Broad-based Index of Financial Development*, IMF Working Paper, WP/16/5, January 2016, IMF. Dane przytoczone w niniejszym opracowaniu pochodzą z bazy danych MFW, zawierającej zaktualizowane na 2021 rok wielkości wskaźnika rozwoju finansowego i jego składowych (aktualizacja 26 lipca 2023 r.) <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>.

<sup>5</sup> Wskaźnik ten osiąga wartości z przedziału <0 ; 1>. Cytowane dla Polski i innych krajów dane związane ze wskaźnikiem rozwoju systemu finansowego (FD) dotyczą roku 2021.

<sup>6</sup> Przy 23 pozycji w UE pod względem PKB *per capita* w 2021 r.

<sup>7</sup> W roku 2021 wskaźnik FD uległ obniżeniu (z 0,454 do 0,431) co było spowodowane spadkiem wskaźników częściowych – FI z 0,506 w 2020 r. do 0,483 w 2021 r. oraz FM z 0,384 w 2020 r. do 0,362 w 2021 r. Szczegółowy opis opracowanego przez MFW wskaźnika rozwoju systemu finansowego (Financial development index - FD) oraz jego wskaźników częściowych (wskaźnika rozwoju instytucji finansowych – FI oraz wskaźnika rozwoju rynków finansowych – FM) zawarto w *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Warszawa 2015, NBP, s. 32-35.

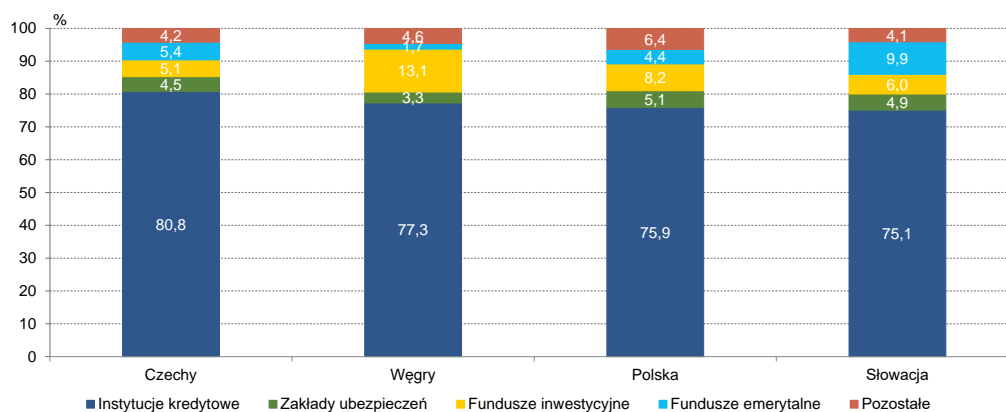
**Wykres. 1.1.3.** Wskaźnik rozwoju systemu finansowego (FD), rozwoju instytucji finansowych (FI) i rozwoju rynków finansowych (FM) w Polsce w latach 2009-2021



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych MFW. *Financial Development Index Database*, IMF Data, aktualizacja danych 26 lipca 2023 r. <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>.

Instytucje kredytowe odgrywają główną rolę w systemie finansowym zarówno w Polsce, jak i w innych krajach regionu, stanowiąc od 75 do 81% aktywów ich systemów finansowych. W 2022 r. w przypadku Polski i Słowacji zwiększył się udział tych instytucji w systemie finansowym (wykres 1.1.4).

**Wykres 1.1.4.** Struktura systemów finansowych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej na koniec 2022 r. według wartości aktywów



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

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

W 2022 r. w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, mimo wzrostu wartości aktywów sektora bankowego, ich relacja do PKB obniżyła się. Poziom rozwoju sektora bankowego w porównaniu z krajami strefy euro pozostawał niski (tabela 1.1.2). Banki krajowe koncentrowały się na świadczeniu tradycyjnych usług bankowych, przede wszystkim przyjmowaniu depozytów podmiotów niefinansowych i udzielaniu im kredytów.



**Tabela 1.1.2.** Stopień rozwoju sektora bankowego (banki komercyjne i spółdzielcze) w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2020-2022 (w %)

	Aktywa/PKB			Kredyty <sup>1</sup> /PKB			Depozyty <sup>2</sup> /PKB		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Polska	100,0	97,1	88,5	47,1	43,8	37,1	60,9	58,4	53,4
Czechy	139,7	139,7	131,4	52,3	53,0	49,2	74,9	74,9	70,2
Węgry	109,6	111,3	108,0	35,0	34,67	32,8	48,0	49,6	42,2
Strefa euro <sup>3</sup>	307,1	297,2	292,1	94,5	91,0	88,0	100,1	98,5	94,4

<sup>1</sup> Kredyty i pożyczki sektora bankowego dla sektora niefinansowego w walucie krajowej i walutach obcych.

<sup>2</sup> Depozyty sektora niefinansowego w sektorze bankowym w walucie krajowej i walutach obcych.

<sup>3</sup> Aktywa, kredyty i depozyty sektora monetarnych instytucji finansowych (bez Eurosystemu).

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

Na koniec 2022 r. aktywa instytucji tworzących polski system finansowy wyniosły 3,6 bln zł i były o 2,6% wyższe niż rok wcześniej. Wzrost aktywów był spowodowany przede wszystkim zwiększeniem wartości aktywów sektora bankowego. Znacząco przyrosły także aktywa przedsiębiorstw faktoringowych i leasingowych oraz firm pożyczkowych. Spadły natomiast aktywa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych (tabele 1.1.3 i 1.1.4).

**Tabela 1.1.3.** Aktywa<sup>1</sup> instytucji finansowych w Polsce w latach 2017-2022 (w mld zł)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Institucje finansowe objęte nadzorem KNF<sup>2</sup></b>						
Banki komercyjne <sup>3</sup>	1 603,4	1 704,6	1 790,0	2 117,2	2 320,2	2 475,3
Banki spółdzielcze i zrzeszające <sup>3</sup>	173,4	182,1	201,8	221,2	236,1	240,0
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	10,2	9,6	9,4	9,5	10,0	10,1
Zakłady ubezpieczeń	198,4	191,8	193,0	203,6	197,1	183,6
Fundusze inwestycyjne	302,8	293,4	304,6	302,2	323,4	283,0
Otwarte fundusze emerytalne	179,5	157,3	154,8	148,6	188,0	156,3
Domy maklerskie	6,8	6,6	6,6	9,9	14,3	12,2
<b>Razem</b>	<b>2 474,5</b>	<b>2 545,4</b>	<b>2 660,5</b>	<b>3 012,2</b>	<b>3 289,1</b>	<b>3 360,5</b>
<b>Inne instytucje finansowe<sup>4</sup></b>						
Przedsiębiorstwa leasingowe	122,4	140,9	148,3	140,2	161,5	175,0
Przedsiębiorstwa faktoringowe	20,4	25,1	28,0	28,8	35,6	39,8
Firmy pożyczkowe	11,0	10,3	13,9	12,6	13,1	14,4
<b>Razem</b>	<b>153,8</b>	<b>176,3</b>	<b>190,2</b>	<b>181,6</b>	<b>210,2</b>	<b>229,2</b>
<b>Ogółem</b>	<b>2 628,3</b>	<b>2 721,7</b>	<b>2 850,7</b>	<b>3 193,8</b>	<b>3 499,3</b>	<b>3 589,7</b>

<sup>1</sup> Dla banków, funduszy inwestycyjnych i otwartych funduszy emerytalnych wartość aktywów netto.

<sup>2</sup> Uwzględniono najważniejsze instytucje finansowe objęte nadzorem KNF.

<sup>3</sup> Banki prowadzące działalność operacyjną. Do banków komercyjnych zaliczono również oddziały instytucji kredytowych.

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

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

Aktywa sektora bankowego wzrosły w 2022 r. w mniejszym stopniu niż w roku poprzednim, ale ich udział w aktywach sektora finansowego zwiększył się i wyniósł 75,6%. Należności od sektora niefinansowego stanowiły największą część aktywów (41,9%). Drugą co do wielkości pozycją były papiery wartościowe (29,9%). W porównaniu z rokiem 2021 ich udział w aktywach sektora bankowego zwiększył się. Wartość kredytów dla sektora niefinansowego w relacji do PKB była niższa niż w roku 2021 r. i wyniosła na koniec 2022 r. 37,1%.

**Tabela 1.1.4.** Przyrost aktywów<sup>1</sup> instytucji finansowych w Polsce w latach 2019-2022 (r/r, w %)

	2019	2020	2021	2022
<b>Institucje finansowe objęte nadzorem KNF<sup>2</sup></b>				
Banki komercyjne <sup>3</sup>	5,0	18,3	9,6	6,7
Banki spółdzielcze i zrzeszające <sup>3</sup>	10,8	9,6	6,7	1,7
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	-2,1	1,1	5,3	1,0
Zakłady ubezpieczeń	0,6	5,5	-3,2	-6,8
Fundusze inwestycyjne	3,8	-0,8	7,0	-12,5
Otwarte fundusze emerytalne	-1,6	-4,0	26,5	-16,9
Domy maklerskie	0,0	50,0	44,4	-14,7
<b>Razem</b>	<b>4,5</b>	<b>13,2</b>	<b>9,2</b>	<b>2,2</b>
<b>Inne instytucje finansowe<sup>4</sup></b>				
Przedsiębiorstwa leasingowe	5,3	-5,5	15,2	8,4
Przedsiębiorstwa faktoringowe	11,6	2,9	23,6	11,8
Firmy pożyczkowe	35,0	-9,4	4,0	9,9
<b>Razem</b>	<b>7,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>15,7</b>	<b>9,0</b>
<b>Ogółem</b>	<b>4,7</b>	<b>12,0</b>	<b>9,6</b>	<b>2,6</b>

<sup>1</sup> Dla banków, funduszy inwestycyjnych i otwartych funduszy emerytalnych wartość aktywów netto.

<sup>2</sup> Uwzględniono najważniejsze instytucje finansowe objęte nadzorem KNF.

<sup>3</sup> Banki prowadzące działalność operacyjną. Do banków komercyjnych zaliczono również oddziały instytucji kredytowych.

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

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

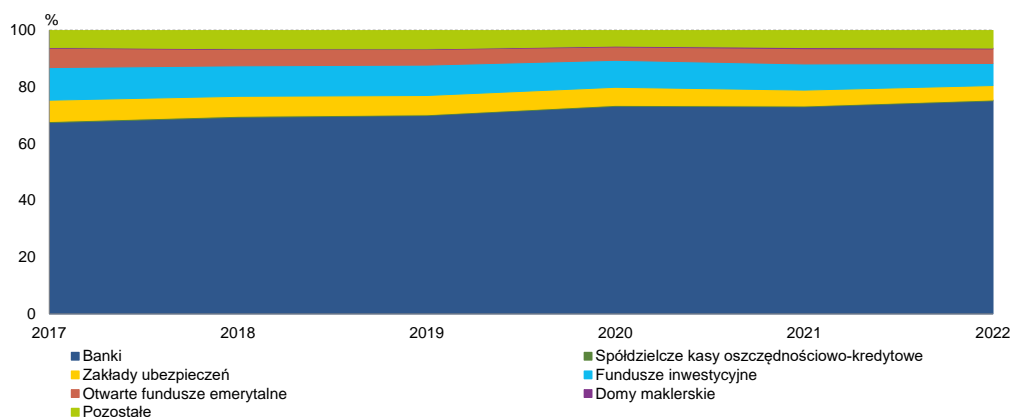
Aktywa funduszy inwestycyjnych w analizowanym okresie spadły o 12,5% (do 283,0 mld zł) a ich udział w aktywach sektora finansowego obniżył się z 9,2% w 2021 r. do 7,9% na koniec 2022 r. Tak duży spadek był spowodowany odpływem środków z funduszy oraz rynkowymi wycenami instrumentów finansowych.

Aktywa otwartych funduszy emerytalnych w 2022 r. istotnie zmalały (o prawie 17%), co było głównie spowodowane ujemnym wynikiem finansowym funduszy. Wojna w Ukrainie, pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego oraz wzrost cen surowców przekładały się na dużą zmienność cen na rynku akcji, co przyczyniło się do znaczącego spadku aktywów domów maklerskich (o prawie 15%).

W 2022 r. wartość aktywów zakładów ubezpieczeń zmniejszyła się o 6,8%. Spadek ten spowodowany był głównie zmniejszeniem aktywów zakładów ubezpieczeń na życie (dział I). Na mniejszą wartość aktywów wpływ miały podwyżki stóp procentowych, które obniżyły wartość instrumentów dłużnych.

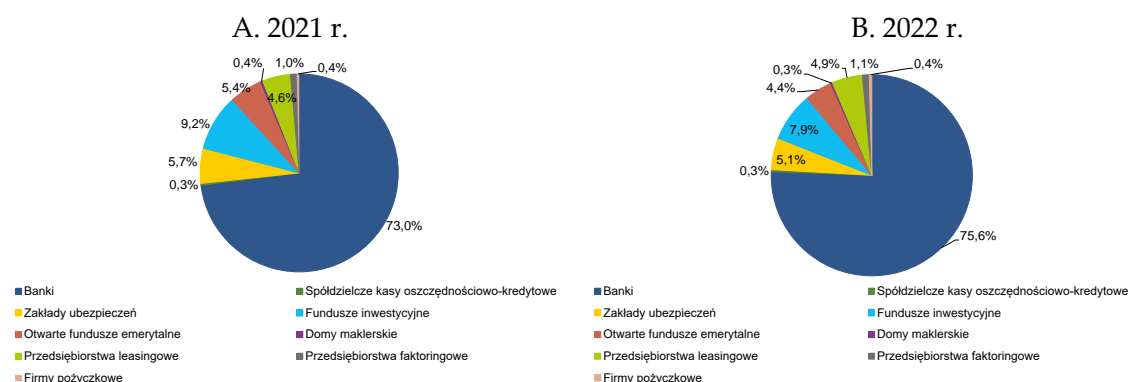
W wyniku tych tendencji udział sektora bankowego w systemie finansowym wzrósł w 2022 r. Natomiast znacznie spadł udział funduszy inwestycyjnych oraz funduszy emerytalnych (wykres 1.1.5 i 1.1.6 oraz tabela 1.1.3 i 1.1.4).

**Wykres 1.1.5.** Struktura aktywów systemu finansowego w Polsce w latach 2017-2022



Źródło: NBP, UKNF, GUS.

**Wykres 1.1.6.** Udział poszczególnych instytucji finansowych w strukturze aktywów polskiego systemu finansowego w 2021 i 2022 r.



Źródło: NBP, UKNF, GUS.

Na koniec 2022 r. działalność operacyjną w Polsce prowadziły 62 banki komercyjne, w tym 34 oddziały instytucji kredytowych. Ponadto na krajowym rynku funkcjonowało 496 banków spółdzielczych i 2 banki zrzeszające. Wyraźnie zmniejszyła się liczba funduszy inwestycyjnych (tabela 1.1.5)

**Tabela 1.1.5.** Liczba instytucji finansowych w Polsce w latach 2015-2022<sup>1</sup>

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Banki komercyjne <sup>2</sup>	63	61	61	61	60	64	65	62
Banki zrzeszające <sup>2</sup>	2	2	2	2	2	2	2	2
Banki spółdzielcze <sup>2</sup>	560	558	553	549	538	530	511	496
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	48	40	34	30	25	23	22	19
Zakłady ubezpieczeń <sup>3</sup>	57	60	61	60	58	59	55	55
Fundusze inwestycyjne <sup>4</sup>	812	929	905	878	813	737	706	672
Otwarte fundusze emerytalne	12	12	11	10	10	10	10	9
Domy maklerskie	52	46	44	40	38	37	36	33

<sup>1</sup> Uwzględniono najważniejsze instytucje finansowe objęte nadzorem KNF, których aktywa zostały uwzględnione w tabeli 1.1.3. Nie uwzględniono zagranicznych podmiotów, które mogą działać na zasadzie transgranicznej (bez prawnego-organizacyjnej obecności w Polsce), oddziałów zakładów ubezpieczeń, a także oddziałów zagranicznych firm inwestycyjnych.

<sup>2</sup> Banki prowadzące działalność operacyjną. Liczba banków komercyjnych obejmuje również oddziały instytucji kredytowych. W latach 2015-2016 – 27, w 2017 r. 28, w 2018 r. 31, w 2019 r. 32, w 2020 r. 36, w 2021 r. 37, a w 2022 r. 34 oddziały instytucji kredytowych.

<sup>3</sup> Podmioty prowadzące działalność operacyjną zarówno ubezpieczeniową, jak i reasekuracyjną.

<sup>4</sup> Liczba funduszy, które prowadziły działalność.

Źródło: NBP, UKNF.

Rynek bonów pieniężnych w 2022 r. był największym segmentem rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Średnioroczna wartość tych instrumentów pozostających w obiegu nieznacznie zmalała w porównaniu z 2021 r. i wyniosła 198 mld zł. Znaczenie rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw pozostawało niewielkie – te instrumenty finansowe były emitowane przede wszystkim przez firmy leasingowe i faktoringowe należące do dużych grup bankowych. W 2022 r., podobnie jak rok wcześniej, Ministerstwo Finansów nie oferowało bonów skarbowych.

Kapitalizacja polskiego rynku akcji w 2022 r. zmniejszyła się o 15,1% do 1 128,7 mld zł na koniec roku, do czego przyczynił się przede wszystkim spadek cen akcji, m.in. z powodu wzrostu niepewności uczestników rynku po dokonaniu przez Rosję agresji na Ukrainę oraz pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego. W analizowanym okresie indeks szerokiego rynku WIG zmniejszył się o 17,1%, a WIG20 spadł o blisko 21,0%. GPW zachowała pozycję lidera w regionie, pomimo spadku liczby notowanych spółek (tabela 1.1.6). Wartość obrotów akcjami na rynkach organizowanych przez GPW zmniejszyła się o 12,3%. Mniej aktywni byli przede wszystkim inwestorzy indywidualni, którzy częściej niż w latach ubiegłych wybierali alternatywne formy inwestowania oszczędności (m.in. w obligacje skarbowe).

**Tabela 1.1.6.** Charakterystyka rynków akcji w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2020–2022<sup>1</sup>

	Kapitalizacja spółek krajowych (w mld euro)			Kapitalizacja spółek krajowych w relacji do PKB (w %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Polska <sup>2</sup>	120,8	156,6	122,5	23,8	27,4	19,1
Czechy	21,8	33,0	26,9	10,1	14,2	9,8
Węgry	22,8	27,8	22,3	16,8	18,3	13,1
Strefa euro <sup>3</sup>	8 886,6	11 897,8	10 020,3	78,0	97,0	75,0
	Wskaźnik płynności <sup>4</sup> (w %)			Liczba notowanych spółek (w tym spółki zagraniczne)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Polska <sup>2</sup>	50,9	39,2	44,6	806 (54)	810 (51)	794 (48)
Czechy	15,7	13,0	19,6	55 (35)	55 (34)	59 (35)
Węgry	48,7	39,9	44,9	45 (0)	50 (0)	63 (1)
Strefa euro <sup>3</sup>	58,2	45,0	52,1	7 077 (1 202)	7 635 (1 302)	6 511 (1 289)

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

<sup>2</sup> Wartości dla Polski obliczono na podstawie danych GPW i GUS przy zastosowaniu kursów średnich NBP na koniec poszczególnych lat.

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

<sup>4</sup> 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.

Polski rynek obligacji skarbowych był największy w Europie Środkowo-Wschodniej i ósmy w UE. Zarazem stanowił on największy i najbardziej płynny segment krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych (tabela 1.1.7). Wśród nabywców obligacji skarbowych dominowały banki krajowe, choć ich udział w strukturze nabywców w 2022 r. nieznacznie spadł do niespełna 41% na koniec roku. Po raz pierwszy od 2017 r. wzrosło zaangażowanie nierezydentów na rynku SPW, do czego mógł przyczynić się spadek cen obligacji po agresji Rosji na Ukrainę. Wzrosło również znaczenie osób fizycznych na tym rynku ze względu na rekordową wartość sprzedanych obligacji oszczędnościowych. W 2022 r. średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych obligacjami skarbowymi nieznacznie się zwiększyła się do 7,2 mld zł.

Na rynku nieskarbowych papierów dłużnych wciąż przeważały gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje BGK i PFR, których nabywcami były głównie banki krajowe. Silny wzrost niepewności uczestników rynku po agresji Rosji na Ukrainę oraz pogorszenie otoczenia makroekonomicznego przyczyniły się do istotnego spadku wartości nowych emisji obligacji przedsiębiorstw. Rynki długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw oraz obligacji komunalnych charakteryzowały się znikomą płynnością, a ich duża część wciąż miała nierynkowy charakter.

W 2022 r. średnie dzienne obroty na krajowym rynku międzybankowych transakcji o charakterze lokacyjnym wzrosły o 64% w porównaniu z poprzednim rokiem, do 13,9 mld zł. Większą aktywność banków krajowych odnotowano we wszystkich segmentach tego rynku: transakcji warunkowych, swapów walutowych oraz lokat niezabezpieczonych. Najsilniej wzrosły obroty na rynku transakcji *repo* i SBB, co przełożyło się na istotne zwiększenie udziału tych operacji w strukturze transakcji o charakterze lokacyjnym w Polsce (tabela 1.1.7).

**Tabela 1.1.7.** Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku finansowym w latach 2019–2022 (w mln zł)

	2019	2020	2021	2022
<b>Rynek akcji i instrumentów dłużnych</b>				
Akcje i prawa do akcji	793,5	1 293,9	1 337,0	1 178,1
Obligacje skarbowe	28 078,4	18 782,4	20 514,6	28 834,7
Bony skarbowe	0,0	445,1	99,5	0,0
<b>Rynek transakcji lokacyjnych</b>				
Transakcje <i>fx swap</i>	16 602,3	16 424,6	19 157,2	26 604,1
Transakcje <i>repo</i> /SBB	16 999,1	11 667,2	12 365,9	19 904,0
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe	3 306,5	3 660,7	3 725,4	4 408,9
<b>Rynek transakcji pochodnych</b>				
Walutowe transakcje <i>forward</i>	2 075,4	1 842,8	5 550,4	3 864,5
Opcje walutowe	472,4	323,0	984,9	881,7
Transakcje CIRS	273,0	213,8	326,0	358,1
Transakcje FRA	1 834,8	2 531,3	4 074,8	5 979,5
Transakcje IRS	3 344,2	3 747,4	4 046,6	4 044,5
Transakcje OIS	1,3	0,0	0,0	0,0
Transakcje IRS	3 344,2	3 747,4	4 046,6	4 044,5
Opcje na stopę procentową	43,5	25,5	27,4	16,4
Kontrakty <i>futures</i> na indeks WIG20	700,5	844,1	930,0	1 322,1
<b>Kasowy rynek walutowy</b>	<b>7 422,3</b>	<b>7 514,6</b>	<b>12 051,4</b>	<b>11 884,8</b>

Uwagi:

- Średnie dzienne obroty netto oznaczają wartość transakcji (obroty liczone pojedynczo). W przypadku obrotów na rynku *fx swap* wartość obrotów wyliczono tylko dla jednej waluty transakcji.
- Wartość obrotów na rynku obligacji i bonów skarbowych uwzględnia transakcje bezwarunkowe i warunkowe (*repo* i *sell-buy-back*), w tym operacje między nierezydentami. Średnia dzienna wartość operacji bezwarunkowych dla obligacji skarbowych wyniosła 10,7 mld zł w 2019 r., 7,1 mld zł w 2020 r. o 7,0 mld zł w 2021 r. oraz 7,2 mld zł w 2022 r.
- Wartość transakcji warunkowych (*repo* i *sell-buy-back*) wyliczono według wartości wymiany początkowej. Dla transakcji *fx swap* wartość obrotów netto wyliczono według wartości wymiany początkowej.
- Dla rynków: *fx swap*, walutowego, transakcji *forward*, opcji walutowych oraz instrumentów pochodnych na stopy procentowe zaprezentowano wartość transakcji wymiany z udziałem złotego lub instrumentów nominowanych w złotych.
- W wartości obrotów akcjami uwzględniono wartość transakcji sesyjnych i pakietowych.
- Wartość obrotów kontraktami *futures* na indeks WIG20 wyliczono według kwot rozliczenia, uwzględniając transakcje sesyjne i pakietowe.
- Obroty na rynku walutowym oraz pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych obejmują jedynie transakcje zawierane na rynku krajowym. Nie uwzględniają transakcji zawieranych na rynku *offshore*.
- Obroty na rynkach instrumentów pochodnych stopy procentowej dotyczą instrumentów na stawki krajowego rynku pieniężnego.

Uwaga: 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 2022 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

W 2022 roku głównym czynnikiem wpływającym na sytuację gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na rynku finansowym była inflacja. Wygasła znaczące w poprzednich latach oddziaływanie pandemii COVID-19. Pojawił się natomiast nowy czynnik kształtujący sytuację gospodarstw domowych i przedsiębiorstw – wojna w Ukrainie. Kontynuowano rządowe programy osłonowe, przeciwdziałające ekonomicznym skutkom pandemii, aczkolwiek w związku z luzowaniem obostrzeń w działalności gospodarczej wielkość udostępnionych w ich ramach środków była mniejsza niż w roku 2020 i 2021. Uruchomiono też programy mające na celu złagodzenie ekonomicznych konsekwencji inflacji.

### 1.2.1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych

W 2022 r. sytuacja materialna gospodarstw domowych, mimo nominalnego wzrostu przeciętnego dochodu rozporządzalnego, w wyniku inflacji, realnie pogorszyła się<sup>8</sup>. W porównaniu z rokiem 2021 osiągnęły one nominalnie wyższe dochody i zwiększyły poziom wydatków. Przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny na osobę w gospodarstwie domowym<sup>9</sup> wzrósł do 2 250 zł (nominalnie wyższy o 11,4%), natomiast realnie był niższy o 2,6% od dochodu z 2021 r. W niewielkim stopniu zmienił się także realny poziom i struktura wydatków. Przeciętne miesięczne wydatki na osobę w gospodarstwie domowym wzrosły w 2021 r. o 15,2% (realnie o 0,7%), do 1 475 zł. W strukturze wydatków zwiększył się udział wydatków na restauracje i hotele, transport, nośniki energii czy żywność i napoje bezalkoholowe. Zmniejszył natomiast udział wydatków na napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe, wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego oraz łączność. Wzrosła nominalnie nadwyżka dochodu rozporządzalnego nad wydatkami z 731 zł w 2021 r. do 775 zł w 2022 r. (wykres 1.2.1). Oznaczało to jej realny spadek o

---

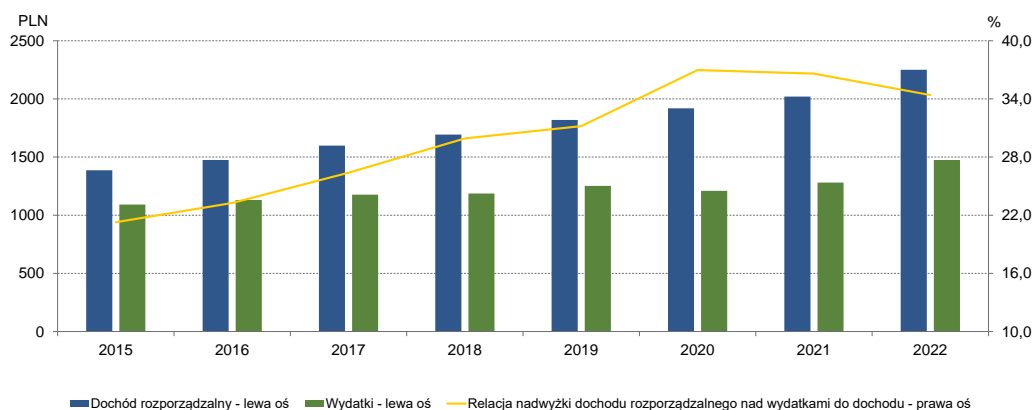
<sup>8</sup> Zob. *Sytuacja gospodarstw domowych w 2022 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych*, Informacja Sygnalna, Warszawa, 31 maja 2023 r., GUS.

<sup>9</sup> Dochód rozporządzalny gospodarstw domowych to suma bieżących dochodów gospodarstwa domowego z poszczególnych źródeł pomniejszona o zaliczki na podatek dochodowy od osób fizycznych płacone przez płatnika w imieniu podatnika, o podatki od dochodów z własności, podatki płacone przez osoby pracujące na własny rachunek, w tym przedstawicieli wolnych zawodów i osób użytkujących gospodarstwo indywidualne w rolnictwie oraz o składki na ubezpieczenie społeczne i zdrowotne. Dochód rozporządzalny jest przeznaczony na wydatki oraz przyrost oszczędności. Zob. *Metodologia badania budżetów gospodarstw domowych*, Warszawa, 2011, GUS, s.33.

ponad 5%.

Pogorszyła się również subiektywna ocena sytuacji materialnej gospodarstw domowych. W 2022 r. 49,9,0% gospodarstw domowych oceniło swoją sytuację materialną jako bardzo dobrą albo raczej dobrą (w 2021 r. 53,0%). Zwiększył się odsetek gospodarstw domowych postrzegających swoją sytuację jako raczej złą albo złą (do 5,9% w 2022 r. z 5,1% w roku 2021).

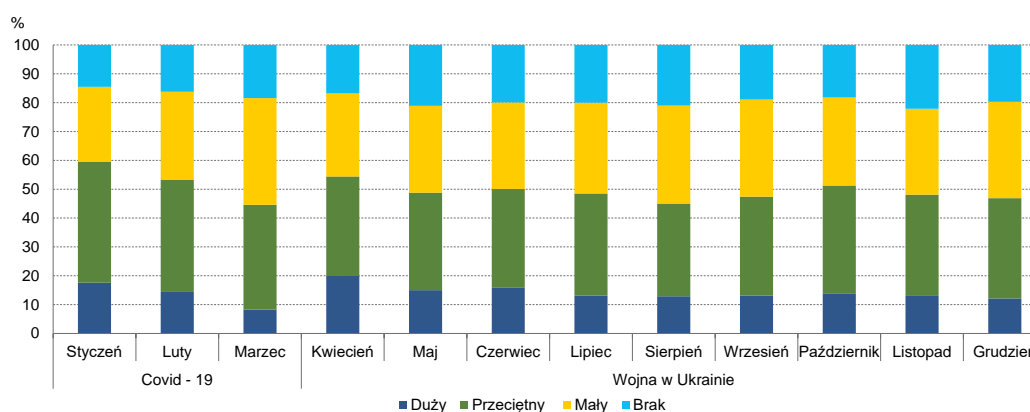
**Wykres 1.2.1.** Sytuacja materialna gospodarstw domowych w Polsce w latach 2015-2022



Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

Przebieg pandemii COVID-19 w 2022 roku, a następnie wybuch wojny w Ukrainie miały także wpływ na kształtowanie się nastrojów konsumenckich i ocenę zagrożeń dla sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Ocena skali tych zagrożeń zmieniała się w kolejnych miesiącach roku. O ile wpływ pandemii wygasał, to ocena zagrożenie wojną, po wzroście w kwietniu utrzymywała się do końca roku na zbliżonym nieco niższym niż w kwietniu poziomie (wykres 1.2.2)<sup>10</sup>.

**Wykres 1.2.2.** Ocena wpływu pandemii COVID-19 na sytuację finansową gospodarstwa domowego w okresie styczeń 2021 r. - marzec 2021 r oraz wojny w Ukrainie w okresie kwiecień 2022 r. – grudzień 2022 r.



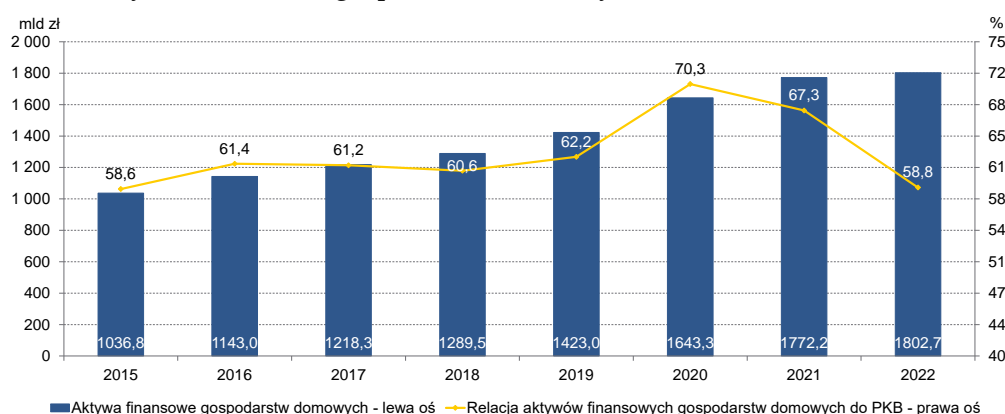
Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

<sup>10</sup> W ramach realizowanego przez GUS badania koniunktury konsumenckiej respondenci odpowiadali na pytanie: „Jakim zagrożeniem, Pana/Pani zdaniem, jest obecna sytuacja epidemiologiczna (koronawirus COVID-19) dla Pana/Pani osobistej sytuacji finansowej?”. Zob. *Koniunktura konsumencka*, GUS, Informacje sygnałowe, edycje z okresu styczeń - grudzień 2021 r.



W 2022 r. aktywa finansowe gospodarstw domowych, którymi mogą względnie swobodnie dysponować<sup>11</sup> zwiększyły się w mniejszym stopniu niż w roku 2021 (o 30,5 mld zł, tj. o 1,7%) i na koniec grudnia wyniosły 1 802,7 mld zł, a ich relacja do PKB, ze względu na szybszy wzrost nominalnego PKB, obniżyła się do 58,8% (wykres 1.2.3). Do wzrostu tych aktywów przyczyniły się przede wszystkim zmiany wartości skarbowych papierów wartościowych, gotówki w obiegu i depozytów bankowych. Zmniejszyła się natomiast wartość posiadanych przez gospodarstwa domowe akcji notowanych na GPW oraz środków z tytułu ubezpieczeń na życie (tabela 1.2.1).

**Wykres 1.2.3. Aktywa finansowe<sup>1</sup> gospodarstw domowych w latach 2015-2022**



<sup>1</sup> W analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstw domowych mogą względnie swobodnie dysponować (zob. przypis 11, s. 32).

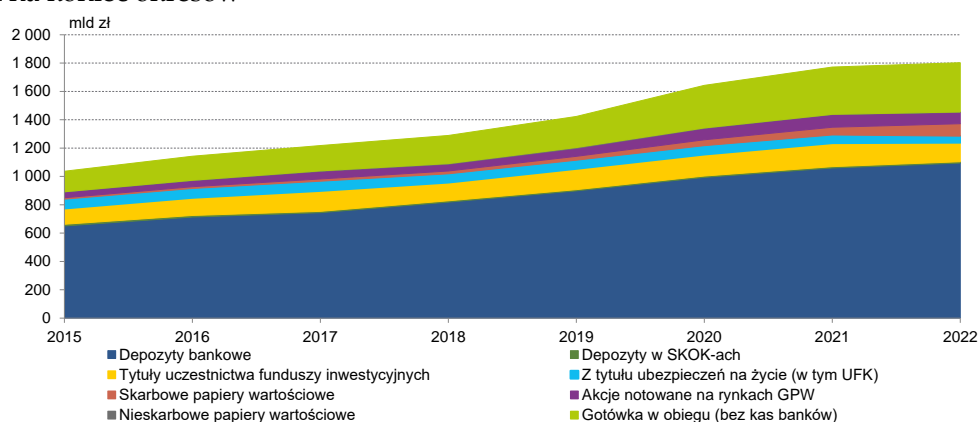
Uwaga: ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od danych zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania. Ze względu na zmiany metodologiczne wyceny aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie, wynikające z wprowadzenia przepisów dyrektywy Wyłącalność II, dane od roku 2017 nie są w pełni porównywalne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

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

W strukturze aktywów, podobnie jak i w latach poprzednich, dominowały depozyty bankowe oraz gotówka. W 2022 r. przyrost depozytów bankowych był niższy niż w poprzednim roku, jednak udział depozytów w aktywach zwiększył się do 60,7%. Przyczynił się do tego znaczny spadek zainteresowania gospodarstw domowych tytułami uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz ubezpieczeniami na życie. Rosnący udział gotówki i bardzo duży udział depozytów bankowych wskazywał na preferowanie przez gospodarstwa domowe w Polsce bezpiecznych sposobów zarządzania nadwyżkami finansowymi (wykres 1.2.4). Na koniec 2022 r. depozyty w bankach i SKOK-ach stanowiły łącznie 61,2% aktywów finansowych gospodarstw domowych, a wraz ze zgromadzoną przez nie gotówką aż 80,5% (tabela 1.2.1).

<sup>11</sup> W niniejszej analizie uwzględniono następujące aktywa finansowe gospodarstw domowych, którymi mogą względnie swobodnie dysponować: depozyty gromadzone w bankach i SKOK-ach, tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych nabyte przez gospodarstwa domowe, aktywa z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym jednostki uczestnictwa ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych - UFK), skarbowe papiery wartościowe, akcje notowane na rynkach organizowanych przez GPW, gotówkę w obiegu pozostającą poza kasami banków oraz nieskarbowe dłużne papiery wartościowe. Nie uwzględniono m.in. środków na rachunkach w otwartych funduszach emerytalnych 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 1.2.4.** Struktura aktywów finansowych<sup>1</sup> gospodarstw domowych w latach 2015-2022, wg stanu na koniec okresów



<sup>1</sup> W analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstw domowych mogą względnie swobodnie dysponować (zob. przypis 11, s. 32).

Uwagi: dla lat 2015-2016 kategoria „Tytuły uczestnictwa UFK” jest prezentowana łącznie ze składkami oszczędnościowymi ubezpieczeń na życie. Od roku 2017 aktywa z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK). Ze względu na wycenę tych aktywów w oparciu o przepisy dyrektywy Wyłagalność II dane od roku 2017 nie są w pełni porównywalne z danymi za lata poprzednie.

Źródło: opracowano na podstawie danych UKNF, NBP.

**Tabela 1.2.1.** Wartość aktywów finansowych<sup>1</sup> gospodarstw domowych oraz ich struktura w latach 2019–2022, wg stanu na koniec okresów

	2019	2020	2021	2022
<b>Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych (w mld zł)</b>				
Depozyty bankowe	898,1	993,8	1 059,9	1 094,4
Depozyty w SKOK-ach	8,7	8,9	9,4	9,3
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	147,0	152,1	165,6	134,4
Z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) <sup>2</sup>	60,9	62,7	57,5	45,9
Skarbowe papiery wartościowe	27,4	40,8	55,1	87,9
Nieskarbowe papiery wartościowe	5,6	3,2	1,5	2,7
Akcje notowane na rynkach GPW	56,2	80,8	89,0	80,3
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	219,1	301,0	334,1	347,8
<b>Ogółem</b>	<b>1 423,0</b>	<b>1 643,3</b>	<b>1 772,2</b>	<b>1 802,7</b>
<b>Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych (w %)</b>				
Depozyty bankowe	63,1	60,5	59,8	60,7
Depozyty w SKOK-ach	0,6	0,5	0,5	0,5
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	10,4	9,3	9,4	7,5
Z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) <sup>2</sup>	4,3	3,8	3,2	2,5
Skarbowe papiery wartościowe	1,9	2,5	3,1	4,9
Nieskarbowe papiery wartościowe	0,4	0,2	0,1	0,1
Akcje notowane na rynkach GPW	3,9	4,9	5,0	4,5
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	15,4	18,3	18,9	19,3

<sup>1</sup> W analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstw domowych mogą względnie swobodnie dysponować (zob. przypis 11, s. 32).

<sup>2</sup> Wartość aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) jest obliczana zgodnie z przepisami dyrektywy Wyłagalność II i obejmuje rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe działu I.

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

Źródło: opracowano na podstawie danych UKNF, NBP.

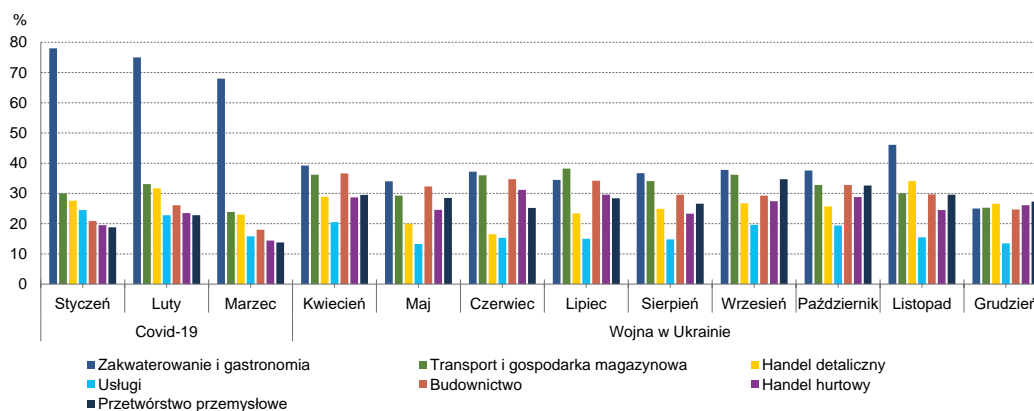
Z drugiej strony niskie oprocentowanie lokat bankowych skłaniało gospodarstwa domowe do poszukiwania bardziej dochodowych niż depozyty form lokowania kapitału. Było to przyczyną zwiększenia się w 2022 r. zaangażowania gospodarstw domowych w skarbowe papiery wartościowe (do 87,9 mld zł).

Wartość aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie w portfelu gospodarstw domowych<sup>12</sup> w 2022 r. spadła o 20,2% do 45,9 mld zł. Wpływ na to miał odpływ środków oraz spadek wyceny lokat.

### 1.2.2. Zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw

W 2022 r. zmniejszył się odsetek przedsiębiorstw wskazujących na poważne lub zagrażające stabilności firmy konsekwencje pandemii COVID-19. Najbardziej dotknięte jej negatywnymi konsekwencjami pozostawały przedsiębiorstwa z branży zakwaterowanie i gastronomia. Na początku roku pojawił się nowy czynnik wpływający na stabilność firm – wojna w Ukrainie. Na jego negatywne oddziaływanie wskazywały przede wszystkim przedsiębiorstwa z branż: zakwaterowanie i gastronomia, transport i gospodarka magazynowa oraz budownictwo (wykres 1.2.8).

**Wykres 1.2.8.** Udział firm przewidujących „poważne” i „zagrażające stabilności firmy” konsekwencje pandemii COVID-19<sup>1</sup> i w związku z wojną w Ukrainie w okresie styczeń - grudzień 2022 r.



<sup>1</sup> Respondenci odpowiadali na pytania: „Negatywne skutki pandemii „koronawirusa”/wojny w Ukrainie i jej konsekwencje dla prowadzonej przez Państwa firmę działalności gospodarczej będą w bieżącym miesiącu...”. Możliwe warianty odpowiedzi: „nieznaczne”, „poważne”, „zagrażające stabilności firmy”, „brak negatywnych skutków”.

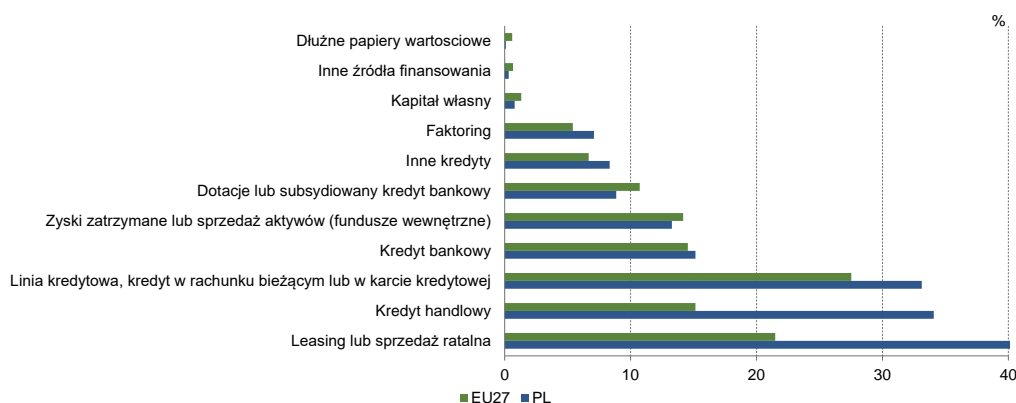
Źródło: opracowano na podstawie *Wpływ pandemii COVID-19 na koniunkturę gospodarczą - oceny i oczekiwania (dane szczegółowe oraz szeregi czasowe)*. Aneks do publikacji (maj 2022), 31 maja 2022 r., GUS; *Pogłębione pytania o aktualne zagadnienia gospodarcze oraz wpływ wojny w Ukrainie na koniunkturę - oceny i oczekiwania*. Aneks do publikacji (kwiecień 2023), 27 kwietnia 2023 r., GUS.

<sup>12</sup> Wartość aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie (także w przypadku ubezpieczeń z UFK) obliczana jest jako wartość rezerw techniczno-ubezpieczeniowych dla celów wypłacalności, wycenionych zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II, tj. Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE L335 z 2009 r., s.1).

W 2022 r. rosła wartość kredytów dla przedsiębiorstw (wzrost o około 9% r/r), na co główny wpływ miał silny wzrost kredytów o charakterze bieżącym. Pomimo wysokiej niepewności w otoczeniu gospodarczym i relatywnie niskiego odsetka firm aplikujących o finansowanie bankowe, tempo wzrostu kredytów inwestycyjnych stopniowo zwiększało się w trakcie roku (7,7% r/r w grudniu 2022 r.).

Najważniejszymi pozabankowymi źródłami finansowania małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) w Polsce w 2022 r., zgodnie z wynikami badań prowadzonych przez Komisję Europejską<sup>13</sup> (SAFE), był leasing, kredyt handlowy i kredyt bieżący<sup>14</sup>. Z leasingu korzystało 40,2% MSP, co plasowało Polskę na pierwszym miejscu w UE (średnia dla UE wynosiła 21,5%). Z kredytu handlowego korzystało 34,1% MSP (3 miejsce w UE, średnia dla UE 15,1%). Z kredytu bieżącego korzystało 33,1% MSP (10 pozycja w UE, średnia dla UE 27,5%) (wykres 1.2.9).

**Wykres 1.2.9.** Odsetek małych i średnich przedsiębiorstw korzystających z wybranego źródła finansowania (w Polsce i w UE w 2022 r.)



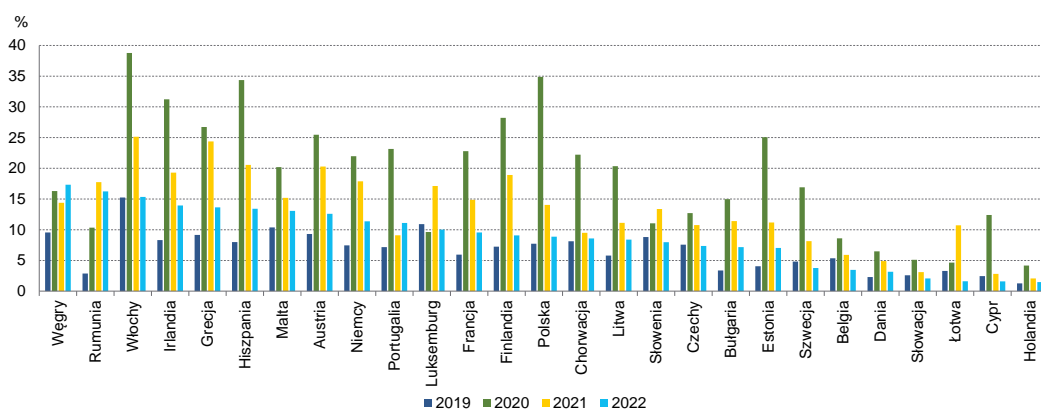
Źródło: opracowano na podstawie *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) 2022*, Komisja Europejska.

W 2022 r. istotnie zmniejszył się odsetek MSP wykorzystujących jako źródło finansowania działalności dotacje lub subsydiowany kredyt bankowy (z 34,9% w roku 2020, 14,0% w 2021 r. i 8,9% w 2022 r.). Wiązało się to z ograniczeniem skali rządowych programów pomocowych w miarę wygasania pandemii COVID-19. Zbliżoną tendencję można było zaobserwować w całej UE (średnia dla UE zmniejszyła się z 24,2% w 2020 r., 16,2% w 2021 r. i 10,7% w 2022 r.). Na 27 krajów UE tylko w dwóch nastąpiło w 2022 r. zwiększenie stopnia korzystania przez MSP z dotacji lub subsydiowanego kredytu bankowego (wykres 1.2.10).

<sup>13</sup> *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Analytical Report 2022*, Brussels, December 2022, European Commission. Raport dostępny na stronie internetowej [https://single-market-economy.ec.europa.eu/system/files/2023-01/SAFE%20Analytical\\_Report%202022.pdf](https://single-market-economy.ec.europa.eu/system/files/2023-01/SAFE%20Analytical_Report%202022.pdf)

<sup>14</sup> Linia kredytowa, kredyt w rachunku bieżącym lub w karcie kredytowej.

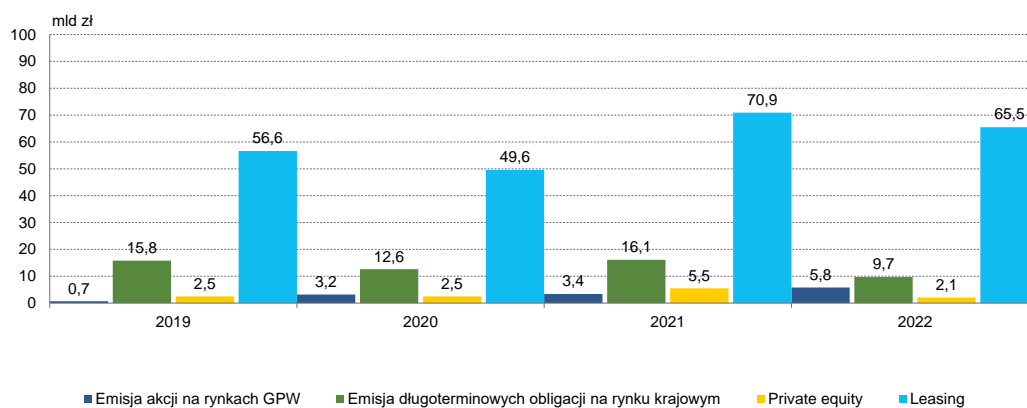
**Wykres 1.2.10.** Odsetek małych i średnich przedsiębiorstw korzystające z dotacji lub subsydiowanego kredytu bankowego w krajach UE w latach 2019-2022



Źródło: opracowano na podstawie *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)*, edycje badania dla 2019 r., 2020 r., 2021 r. i 2022 r., Komisja Europejska.

W roku 2022, podobnie jak w latach poprzednich leasing był najważniejszym pozabankowym źródłem finansowania przedsiębiorstw (wykres 1.2.11). Skala finansowania udzielonego przez spółki leasingowe zmniejszyła się jednak wobec 2021 r. W strukturze aktywów sfinansowanych przez spółki leasingowe, podobnie jak w latach poprzednich, dominowały środki transportu drogowego, w tym samochody osobowe.

**Wykres 1.2.11.** Wybrane pozabankowe zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2019–2022



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

Przedsiębiorstwa w 2022 r. pozyskały na krajowym rynku obligacji finansowanie w znacznie mniejszej skali niż w roku poprzednim, na co wpływ miały pogorszenie się perspektyw makroekonomicznych oraz istotny wzrost niepewności po agresji Rosji na Ukrainę, a także znaczny wzrost rynkowych kosztów finansowania. Wartość nowych emisji długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw spadła z 16,1 mld zł w 2021 r. do 9,7 mld zł w 2022 r. W efekcie na koniec grudnia zadłużenie z tytułu obligacji wyemitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe zmniejszyło się do 66,5 mld zł.

Wartość nowych akcji wprowadzonych w 2022 r. do obrotu na rynkach organizowanych przez GPW (Główny Rynek GPW i NewConnect) wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosła 5,8 mld zł. Przy rekordowo niskiej wartości IPO przyczyniły się do tego wzrostu nowe emisje akcji spółek już notowanych na GPW (tzw. SPO). Do obrotu wprowadzono akcje 24 krajowych przedsiębiorstw (Główny Rynek GPW – 8, NewConnect – 16), przy czym wszystkie spółki debiutujące na Głównym Rynku GPW przeniosły jedynie notowania swoich akcji z ASO na rynek regulowany.

## 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 zakresie regulacji finansowych, które wprowadzono w 2022 roku, zarówno w prawie krajowym, jak i w prawie europejskim. Omawiając przepisy krajowe zaznaczono, które z nich stanowiły wdrożenie prawa Unii Europejskiej do polskiego porządku prawnego.

### 2.1. Zmiany w regulacjach krajowych

#### 2.1.1. Regulacje dotyczące nadzoru i usług płatniczych

*Modyfikacja zadań realizowanych przez Komitet Stabilności Finansowej*

7 maja 2022 r. weszła w życie nowelizacja ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji<sup>15</sup>. Zgodnie z nią, przy podejmowaniu przez Radę Funduszu decyzji o potrzebie obniżenia, docelowego poziomu środków systemu gwarantowania depozytów w bankach<sup>16</sup>, wymagane jest zasięgnięcie opinii KSF działającego w ramach nadzoru makroostrożnościowego (KSF-M)<sup>17</sup>.

W wyniku zmian w ustawie o nadzorze makroostrożnościowym<sup>18</sup> rozszerzono katalog zadań Komitetu o udział KSF-M w procesie wyznaczania zamiennika kluczowego wskaźnika referencyjnego. W związku ze znowelizowanymi przepisami rozporządzenia BMR<sup>19</sup>, które wprowadziły uprawnienie dla organów krajowych do wyznaczenia zamiennika dla krajowego

---

<sup>15</sup> Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym i systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 2253) zmieniona Ustawą z 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 872).

<sup>16</sup> 2,6% kwoty środków gwarantowanych w bankach i oddziałach banków zagranicznych objętych obowiązkowym systemem gwarantowania depozytów.

<sup>17</sup> W 2022 r. Komitet wydał uchwałę nr 64/2022 w trybie tego przepisu – wyraził pozytywną opinię dotyczącą obniżenia przez Radę BFG docelowego poziomu środków systemu gwarantowania depozytów.

<sup>18</sup> Zmiany w ustawie z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz.963) zostały wprowadzone ustawą o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz.414).

<sup>19</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z 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.



kluczowego wskaźnika referencyjnego<sup>20</sup> (art. 23c), zaistniała potrzeba stworzenia procedury wyznaczania zamiennika kluczowego wskaźnika referencyjnego. Właściwym organem krajowym uprawnionym do wyznaczania zamiennika kluczowego wskaźnika referencyjnego jest minister finansów, który wydaje rozporządzenie w tej sprawie biorąc pod uwagę rekomendację Komitetu Stabilności Finansowej. Szerzej zagadnienie to jest omówione w punkcie „Wyznaczanie zamienników dla kluczowych wskaźników referencyjnych”.

Zgodnie ze zmianami w ustawie o Funduszu Wsparcia Kredytobiorców<sup>21</sup> od sierpnia 2022 r. Komitet nie wydaje opinii dotyczącej kwartalnej wysokości wpłaty kredytodawców na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców. Kwartalną wysokość wpłat na Fundusz będzie ustalać Rada Funduszu na podstawie informacji przekazanych przez Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego.

#### *Zmiany w ustawie o Rzeczniku Finansowym<sup>22</sup>*

Celem nowelizacji ustawy<sup>23</sup> było zwiększenie ochrony klientów instytucji finansowych oraz poprawa edukacji finansowej w Polsce. Rozszerzeniu uległy kompetencje procesowe Rzecznika Finansowego – Rzecznik może wnosić pozwy w sprawach cywilnych na rzecz klientów, przystąpić do toczącego się postępowania oraz wnosić pozwy w postępowaniach grupowych.

Zwiększeniu uległa wysokość kar nakładanych przez Rzecznika Finansowego na podmioty rynku finansowego – ze 100 tys. zł do 1 mln zł. Wprowadzono także możliwość nakładania kar w wysokości do 1 mln zł na podmioty niebędące podmiotami rynku finansowego, do których Rzecznik Finansowy zwrócił się z prośbą o informację i dokumenty.

Na mocy ustawy zlikwidowano także Fundusz Edukacji Finansowej, którego środkami dysponował Rzecznik Finansowy. W jego miejsce utworzono nowy Fundusz Edukacji Finansowej – fundusz celowy, którego dysponentem został minister finansów.

### **2.1.2. Regulacje dotyczące instytucji finansowych**

#### *Ustawa o Systemie Informacji Finansowej<sup>24</sup>*

Ustawa, tworząc System Informacji Finansowej (SIF) umożliwiający pozyskanie informacji o rachunkach, implementowała art. 32a dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE)

---

<sup>20</sup> Kluczowym wskaźnikiem referencyjnym jest wskaźnik, o którym mowa w art. 20 ust 1 lit. b. Rozporządzenia BMR.

<sup>21</sup> Zmiany w ustawie z dnia 9 października 2015 r. o wsparciu kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyt mieszkaniowy i znajdują się w trudnej sytuacji finansowej (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 2452) wprowadzone ustawą o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz.414).

<sup>22</sup> Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego, o Rzeczniku Finansowym i o Funduszu Edukacji Finansowej (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 187, z późn. zm.).

<sup>23</sup> Ustawa z dnia 1 grudnia 2022 r. o zmianie ustawy o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 2640).

<sup>24</sup> Ustawa z dnia 1 grudnia 2022 r. o Systemie Informacji Finansowej (Dz.U. z 2023 r., poz. 180).



dotyczącej przeciwdziałaniu praniu pieniędzy lub finansowaniu terroryzmu<sup>25</sup> oraz wdrażała rozdział II dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) ustanawiającej zasady korzystania z informacji finansowych w celu zapobiegania niektórym przestępstwom<sup>26</sup>.

System Informacji Finansowej ma służyć przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu, zapobieganiu, rozpoznawaniu i wykrywaniu wybranych przestępstw.

Katalog instytucji zobowiązanych do przekazywania informacji obejmuje banki i inne instytucje finansowe prowadzące rachunki płatnicze; rachunki papierów wartościowych, instrumentów pochodnych, zbiorcze oraz rachunek pieniężny służący do obsługi tych rachunków; rachunek bankowy i rachunek w SKOK niebędące rachunkami płatniczymi. Do przekazywania informacji na temat umów udostępniania skrytki sejfowej są zobowiązani przedsiębiorcy prowadzący taką działalność. Wśród instytucji zobowiązanych do przekazywania informacji wymieniony jest także Narodowy Bank Polski, w zakresie w jakim prowadzi rachunki bankowe innych osób prawnych, z wyłączeniem rachunków w systemach płatności prowadzonych przez NBP.

W tworzonym rejestrze nie będą gromadzone informacje o przeprowadzonych transakcjach finansowych, wysokości środków zgromadzonych na rachunkach czy w ramach innych produktów. Dostęp do tego typu danych będzie wymagał – zgodnie z obowiązującymi przepisami z zakresu tajemnic służbowych, w tym tajemnicy bankowej – wystąpienia przez uprawnione organy do instytucji prowadzących rachunek lub oferujących dany produkt. System Informacji Finansowej ma umożliwić jedynie – w określonego rodzaju przypadkach – sprawne zlokalizowanie rachunku lub innego produktu, służącego gromadzeniu, przechowywaniu lub inwestowaniu środków finansowych, należącego do danej osoby lub podmiotu, bez możliwości uzyskania informacji o znajdujących się na nim aktywach czy dokonywanych w oparciu o niego transakcjach.

Informacje zgromadzone w Systemie będą przekazywane Generalnemu Inspektorowi Informacji Finansowej w celu przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu. Informacje będą także udostępniane podmiotom uprawnionym w zakresie niezbędnym do realizacji celów wyszczególnionych w ustawie.

Ustawa weszła w życie 10 lutego 2023 r. Przekazywanie informacji rejestrowych do Systemu Informacji Finansowej zostało rozłożone na etapy w zależności od typu instytucji zobowiązanej.

---

<sup>25</sup> Art. 32a został wprowadzony dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2018/843 z dnia 30 maja 2018 r. zmieniającą dyrektywę (UE) 2015/849 w sprawie zapobiegania wykorzystywaniu systemu finansowego do prania pieniędzy lub finansowania terroryzmu oraz zmieniającą dyrektywy 2009/138/WE i 2013/36/WE (Dz. Urz. UE L156, z 2018 r., s.43).

<sup>26</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1153 z dnia 20 czerwca 2019 r. ustanawiająca zasady ułatwiającej korzystanie z informacji finansowych i innych informacji w celu zapobiegania niektórym przestępstwom, ich wykrywania, prowadzenia dochodzeń w ich sprawie lub ich ścigania oraz uchylająca decyzję Rady 2000/642/WSiSW (Dz. Urz. UE L186, z 2019 r., s. 122).

Przekazywanie podmiotom uprawnionym informacji rejestrowych powinno nastąpić nie później niż do 10 lutego 2024 r.

*Zmiana ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych*

Nowelizacja ustawy<sup>27</sup> umożliwiła wszystkim podatnikom poza instytucjami pożyczkowymi obniżenie podstawy opodatkowania o wartość aktywów w postaci nabytych przez podatnika obligacji emitowanych przez BFG lub podmiot zarządzający aktywami<sup>28</sup> oraz kredytów lub pożyczek udzielonych przez podatnika BFG lub podmiotowi zarządzającemu aktywami.

Kolejna nowelizacja ustawy<sup>29</sup> pozwala bankom i SKOK-om obniżyć podstawę opodatkowania o wartość posiadanych przez te podmioty papierów wartościowych objętych gwarancją Skarbu Państwa, a także, pod pewnymi warunkami, o wartość aktywów wynikających z transakcji *repo*. Jeżeli stroną takich transakcji jest podmiot inny niż Skarb Państwa, NBP lub BFG, to podstawa opodatkowania jest obniżana, gdy dana transakcja *repo* została zawarta na rynku regulowanym albo w ASO i podlega rozliczeniu przez CCP. Opisanie zmiany weszły w życie z początkiem 2023 r.

*Rozporządzenie w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych<sup>30</sup>*

W rozporządzeniu dostosowano krajowe regulacje do przepisów dyrektywy delegowanej Komisji (UE) 2021/1269 w zakresie uwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju (tzw. czynników ESG) przez firmy inwestycyjne emitujące lub wystawiające instrumenty finansowe lub udzielające porady w zakresie ich emitowania lub wystawiania. Wspomniane czynniki dotyczące kwestii środowiskowych, społecznych i pracowniczych, a także poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji zdefiniowano przez odesłanie do przepisów Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych. W ramach tej nowelizacji usunięto również obowiązek brania pod uwagę kryteria ESG przy wyznaczaniu klientów, którym nie powinno się oferować określonych instrumentów. Celem tej zmiany było ułatwienie dostępu do tych instrumentów klientom niemającym preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju.

<sup>27</sup> Zawarta w ustawie z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 872).

<sup>28</sup> Podmiot zarządzający aktywami – podmiot, którego jedynym akcjonariuszem lub podmiotem dominującym jest BFG, utworzony w celu przeniesienia praw majątkowych i powiązanych z nimi zobowiązań podmiotu w restrukturyzacji lub instytucji pomostowej w celu zarządzania tymi prawami, w tym ich zbycia lub likwidacji.

<sup>29</sup> 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).

<sup>30</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 11 sierpnia 2022 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U. z 2022 r., poz. 1740).

### 2.1.2.1. Regulacje dotyczące sektora bankowego

*Zmiany w ustawie o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji*<sup>31</sup>

Nowelizacja<sup>32</sup> wprowadziła uprawnienie Rady Funduszu do obniżania na wniosek Zarządu BFG, docelowego poziomu środków systemu gwarantowania depozytów w bankach oraz przyjmowania zasad określania docelowego poziomu tych środków. Docelowy poziom środków systemu gwarantowania depozytów w bankach wynosi 2,6% kwoty środków gwarantowanych, przy czym po nowelizacji poziom ten może być obniżany przez Radę Funduszu do poziomu nie niższego niż 1,6% kwoty środków gwarantowanych w bankach i oddziałach banków zagranicznych objętych obowiązkowym systemem gwarantowania depozytów.

Ustawa nowelizująca wprowadziła także zasady i tryb emisji obligacji przez podmiot zarządzający aktywami oraz zasady i tryb emisji przez BFG obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa. BFG w celu uzyskania środków na wykonywanie obowiązków wynikających z gwarantowania depozytów, realizację działań z zakresu przymusowej restrukturyzacji oraz na prowadzenie innych działań ma rzecz stabilności krajowego systemu finansowego, może emitować obligacje na rynku krajowym i na rynkach zagranicznych. Rozszerzono także zakres gwarancji BFG na zobowiązania podmiotu zarządzającego aktywami z tytułu obligacji wyemitowanych przez ten podmiot i nabytych przez osoby trzecie.

Kolejna nowelizacja ustawy<sup>33</sup> doprecyzowała przepisy dotyczące wydawania przez Komisję Nadzoru Finansowego zezwolenia na prowadzenie przez podmiot przejmujący w ramach przymusowej restrukturyzacji działalności jako bank lub działalności maklerskiej.

W konsekwencji zmian ustawowych dokonano odpowiedniej nowelizacji rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie nadania statutu BFG<sup>34</sup>.

*Zmiany w ustawie o udzielaniu przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym*<sup>35</sup>

Nowelizacja ustawy<sup>36</sup> wprowadziła zmiany, zgodnie z którymi instrumenty wsparcia przewidziane w ustawie mogą być stosowane także w związku z wszczęciem przymusowej restrukturyzacji. Katalog instytucji uprawnionych do otrzymania wsparcia rozszerzono o podmiot w restrukturyzacji, a istniejące formy wsparcia na jego rzecz rozszerzono o odkup skarbowych

---

<sup>31</sup> Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 2253).

<sup>32</sup> Zawarta w ustawie z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2022 r., poz. 872).

<sup>33</sup> Zawarta w ustawie z dnia 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym (Dz.U. z 2022 r., poz. 1692)

<sup>34</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 15 marca 2022 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie nadania statutu BFG (Dz.U. z 2022 r., poz.686).

<sup>35</sup> Ustawa z dnia 12 lutego 2009 r. o udzielaniu przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 2506).

<sup>36</sup> Ustawa z dnia 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym (Dz.U. z 2022 r., poz. 1692).

papierów wartościowych po cenie równej wartości nominalnej powiększonej o narosłe odsetki.

*Ustawa o finansowaniu społecznościovym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom*<sup>37</sup>

Celem ustawy było zapewnienie stosowania przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościovego dla przedsięwzięć gospodarczych<sup>38</sup>. W tym kontekście ustawa wskazała Komisję Nadzoru Finansowego (KNF) jako organ właściwy do nadzoru nad dostawcami usług finansowania społecznościovego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz określiła kompetencje nadzorcze KNF względem dostawców. Szerzej zagadnienie to przedstawiono w ramce 2.1.1.

W odniesieniu do działalności banków, ustawa znowelizowała również przepisy ustawy o wsparciu kredytobiorców, którzy zacięgnęli kredyt mieszkaniowy i znajdują się w trudnej sytuacji finansowej<sup>39</sup>. Na mocy ustawy zniesiono górny próg kwartalnych wpłat kredytodawców (banków i SKOK) na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców (FWK)<sup>40</sup>, a do końca grudnia 2022 r. kredytodawcy zostali zobowiązani do dokonania wpłat w łącznej kwocie 1,4 mld zł. Nowe przepisy umożliwiły również zwrot części środków Funduszu kredytodawcom, którzy dokonali wpłat w danym roku w przypadku gdy według stanu na koniec roku środki Funduszu przewyższają prognozowaną wartość wsparcia lub pożyczki na spłatę zadłużenia w roku następnym.

Ustawa wprowadziła ponadto instrument wsparcia kredytobiorców w postaci tzw. ustawowych wakacji kredytowych, tj. możliwości zawieszenia w 2022 i 2023 roku na wniosek kredytobiorcy płatności niektórych rat (po cztery w każdym roku) złotowego kredytu hipotecznego. Uprawnienie to przysługuje niezależnie od wysokości uzyskiwanych przez kredytobiorców dochodów. Zgodnie z ustawą zawieszenie spłaty kredytu przysługuje konsumentowi tylko w stosunku do jednej umowy zawartej w celu zaspokojenia własnych potrzeb mieszkaniowych. Okresu zawieszenia spłaty kredytu nie wlicza się do okresu kredytowania zaś okres kredytowania oraz terminy przewidziane w umowie ulegają przedłużeniu o okres zawieszenia spłaty kredytu. Ustawowe wakacje kredytowe mają zastosowanie do umów zawartych przed 1 lipca 2022 roku, jeżeli termin zakończenia okresu kredytowania określony w tych umowach przypada po upływie 6 miesięcy od tej daty.

---

<sup>37</sup> Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościovym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz.U. z 2022 r., poz. 1488).

<sup>38</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościovego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L347 z 2020 r., s. 1).

<sup>39</sup> Ustawa z dnia 9 października 2015 r. o wsparciu kredytobiorców, którzy zacięgnęli kredyt mieszkaniowy i znajdują się w trudnej sytuacji finansowej (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 2452).

<sup>40</sup> Dotychczas kwartalne wpłaty kredytodawców nie mogły przekraczać równowartości iloczynu wartości bilansowej brutto posiadanego portfela kredytów mieszkaniowych, w przypadku których opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza 90 dni, oraz stawki wynoszącej 1%.

*Ustawa o zmianie ustaw w celu przeciwdziałaniu lichwie<sup>41</sup>*

Celem ustawy było ograniczenie udzielania pożyczek o charakterze lichwiarskim. Ustawa wprowadziła zmiany w Kodeksie cywilnym<sup>42</sup> poprzez określenie maksymalnego poziomu kosztów pozaodsetkowych, jakie można określić w umowie pożyczki pieniężnej zawieranej z konsumentem<sup>43</sup>. Ustanowiony został również górny limit sumy zabezpieczenia roszczeń z tytułu umowy pożyczki (z wyłączeniem zabezpieczenia przyjmującego postać hipoteki lub zastawu rejestrowego). W ustawie określono także konsekwencje przedterminowej spłaty pożyczki udzielonej konsumentowi. W takim wypadku koszty pozaodsetkowe powinny ulec obniżeniu o te koszty, które dotyczą okresu, o który skrócono czas obowiązywania umowy (choćby biorący pożyczkę poniósł je przed tą spłatą) zaś w odniesieniu do kosztów odsetkowych wprowadzono zakaz pobierania odsetek za okres pozostały do zakończenia umowy.

Ustawa wprowadziła ponadto zmiany w ustawie o kredycie konsumenckim<sup>44</sup> polegające na ustanowieniu maksymalnego pułapu pozaodsetkowych kosztów kredytu konsumenckiego. Nowelizacja doprecyzowała również kwestie związane z obowiązkowym badaniem przez instytucję pożyczkową zdolności kredytowej kredytobiorcy przed udzieleniem kredytu konsumenckiego (obowiązek uzależnienia udzielenia kredytu konsumenckiego od pozytywnej oceny zdolności kredytowej kredytobiorcy). Dodatkowo ograniczono możliwość zbywania i dochodzenia roszczeń z umowy kredytu konsumenckiego przez instytucję pożyczkową w przypadku gdy kredyt został udzielony z naruszeniem obowiązku oceny zdolności kredytowej kredytobiorcy lub gdy na dzień zawarcia umowy kredytu konsumenckiego konsument miał zaległości w spłacie innego zobowiązania pieniężnego wynoszące powyżej 6 miesięcy, a kredyt konsumencki nie był przeznaczony na spłatę tej zaległości<sup>45</sup>.

Po nowelizacji działalność instytucji pożyczkowych dopuszczalna jest wyłącznie w formie spółki akcyjnej albo spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, w której ustanowiono radę nadzorczą. Określona została również minimalna wysokość kapitału zakładowego instytucji pożyczkowych w wysokości 1 mln zł. Działalność instytucji pożyczkowych objęta została ponadto nadzorem sprawowanym przez Komisję Nadzoru Finansowego.

---

<sup>41</sup> Ustawa z dnia 6 października 2022 r. o zmianie ustaw w celu przeciwdziałania lichwie (Dz.U. z 2022 r., poz. 2339).

<sup>42</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 1360).

<sup>43</sup> Znowelizowane przepisy ustawy – Kodeks cywilny nie odnoszą się jednak do umowy kredytu i pożyczki pieniężnej udzielanej przez bank.

<sup>44</sup> Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (Dz.U. z 2022 r., poz. 246).

<sup>45</sup> Ograniczenie to nie obowiązuje jeżeli łączna wysokość ustalonych w umowie pozaodsetkowych kosztów kredytu i odsetek jest niższa od połowy sumy maksymalnej wysokości pozaodsetkowych kosztów kredytu, o której mowa w art. 36a ust. 1 ustawy o kredycie konsumenckim, oraz odsetek maksymalnych, o których mowa w art. 359 § 2 1 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny.

*Ustawa o zmianie ustawy o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami oraz ustawy o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw*<sup>46</sup>

Ustawa ustanowiła obowiązek zwrotu lub zaliczeniu na poczet spłaty kredytu hipotecznego dodatkowego kosztu kredytu hipotecznego, ponoszonego przez konsumenta w związku z oczekiwaniem na wpis hipoteki stanowiącej zabezpieczenie kredytu hipotecznego do księgi wieczystej po jego dokonaniu.

*Zmiany w ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych*<sup>47</sup>

Głównym celem nowelizacji ustawy było wdrożenie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi<sup>48</sup> oraz rozporządzenia<sup>49</sup> Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2160 z dnia 27 listopada 2019 r. W warunkach polskich odpowiednikiem obligacji zabezpieczonych (*covered bonds*) w rozumieniu dyrektywy 2019/2162 są listy zastawne emitowane przez wyspecjalizowane banki hipoteczne, zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych<sup>50</sup>. Najważniejsze zmiany wynikające z dyrektywy 2019/2162 oraz rozporządzenia 2019/2160 polegały na:

- wprowadzeniu definicji listu zastawnego, odwołującej się do mechanizmu podwójnego regresu, który zapewnia inwestorom możliwość dochodzenia roszczeń zarówno w stosunku do emitentów listów zastawnych, jak i z puli aktywów stanowiących zabezpieczenie listów zastawnych;
- uzupełnieniu zakresu pojęć stosowanych w ustawie o: definicje aktywów podstawowych, aktywów zastępczych, aktywów stanowiących zabezpieczenie listów zastawnych, puli aktywów stanowiących zabezpieczenie oraz nadzabezpieczenie;
- określeniu zasad stosowania przez banki hipoteczne oznaczeń „*europaeska obligacja zabezpieczona*” i „*europaeska obligacja zabezpieczona (premium)*”;
- ustanowieniu warunków umożliwiających zakwalifikowanie instrumentów pochodnych do puli aktywów stanowiących zabezpieczenie listów zastawnych;

---

<sup>46</sup> Ustawa z dnia 5 sierpnia 2022 r. o zmianie ustawy o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami oraz ustawy o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 1719).

<sup>47</sup> Ustawa z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 872).

<sup>48</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi oraz zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE i 2014/59/UE (Dz. Urz. UE L328 z 2019 r., s. 29).

<sup>49</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2160 z dnia 27 listopada 2019 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do ekspozycji w postaci obligacji zabezpieczonych (Dz. Urz. UE L328 z 2019 r., s. 1).

<sup>50</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz.110).



*Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 marca 2022 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach*<sup>51</sup>

Rozporządzenie wprowadziło możliwość tymczasowego obniżenia wag ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach, w przypadku kredytów walutowych. Obniżenie możliwe jest w sytuacji gdy bank powiadomił klientów o przystąpieniu do postępowań przed sądem polubownym celem zmiany warunków umowy kredytu walutowego na kredyt w złotych oraz utworzył rezerwy, odpisy aktualizujące należności oraz korekty wartości bilansowej brutto z tytułu zmian w szacowanych przepływach pieniężnych związanych z kredytami walutowymi, pokrywające oczekiwane straty w odniesieniu do tych kredytów na poziomie co najmniej 35%, 28% lub 20% ich wartości brutto przed korektami. Po spełnieniu wyżej wymienionych warunków kredytom obniża się wagę ryzyka ze 150% do odpowiednio 50%<sup>52</sup>, 75% lub 100%. Czasowe obniżenie wag ryzyka obowiązywać ma do 30 września 2023 r.

*Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 11 marca 2022 r. w sprawie zaniechania poboru podatku dochodowego od niektórych dochodów (przychodów) związanych z kredytem hipotecznym udzielonym na cele mieszkaniowe*<sup>53</sup>

Rozporządzenie reguluje zaniechanie poboru podatku dochodowego od osób fizycznych oraz od osób prawnych od kwot umorzonych wierzytelności z tytułu kredytu mieszkaniowego<sup>54</sup>. Odstąpienie od opodatkowania podatkiem dochodowym dotyczy również przychodów otrzymanych przez osobę fizyczną, w związku z zastosowaniem ujemnego oprocentowania.

Początkowo termin obowiązywania zwolnienia z podatku dochodowego określonego w rozporządzeniu dotyczył dochodów uzyskanych od 1 stycznia 2022 r. do 31 grudnia 2022 r., a następnie został wydłużony tak aby dotyczył dochodów uzyskanych do 31 grudnia 2024 r.<sup>55</sup>

---

<sup>51</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 marca 2022 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach (Dz.U. z 2022 r., poz. 687).

<sup>52</sup> Z wyjątkiem ekspozycji lub ich części ponad wartość ekspozycji w pełni i całkowicie zabezpieczoną hipoteką na nieruchomości mieszkalnej, którym przypisuje się wagę ryzyka równą 75%.

<sup>53</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 11 marca 2022 r. w sprawie zaniechania poboru podatku dochodowego od niektórych dochodów (przychodów) związanych z kredytem hipotecznym udzielonym na cele mieszkaniowe (Dz.U. z 2022 r., poz. 592).

<sup>54</sup> W przypadku gdy kredyt mieszkaniowy został zaciągnięty na realizację jednej inwestycji mieszkaniowej – a w przypadku więcej niż jednego kredytu mieszkaniowego gdy kredyty mieszkaniowe zostały zaciągnięte na realizację wyłącznie jednej inwestycji mieszkaniowej – a dana osoba fizyczna nie korzystała dotychczas ze zwolnienia od podatku dochodowego.

<sup>55</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 grudnia 2022 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie zaniechania poboru podatku dochodowego od niektórych dochodów (przychodów) związanych z kredytem hipotecznym udzielonym na cele mieszkaniowe (Dz. U. z 2022 r. poz. 2743).



*Nowa rekomendacja A Komisji Nadzoru Finansowego dotycząca zarządzania przez banki ryzykiem związanym z działalnością na instrumentach pochodnych*<sup>56</sup>

Rekomendacja A stanowi zbiór dobrych praktyk z zakresu zarządzania ryzykiem wynikającym z aktywności banków na rynku instrumentów pochodnych. Przyjęty przez KNF 19 października 2022 r. dokument zastąpił pierwszą wersję Rekomendacji A, która obowiązywała od 2010 r. Nowelizacja dostosowuje treść rekomendacji do obowiązujących norm prawnych, w szczególności rozwiązań wprowadzonych w pakietach regulacyjnych EMIR i CRR, oraz aktualnych praktyk nadzorczych i standardów dokumentacji. W dokumencie m.in.:

- określono obowiązki oraz zakres odpowiedzialności poszczególnych organów banku (zarządu oraz rady nadzorczej) w odniesieniu do prowadzonej przez niego działalności na rynku instrumentów pochodnych;
- wyszczególniono podstawowe sposoby identyfikacji i oceny ryzyka, które powinny być stosowane przez banki aktywne na wspomnianym rynku;
- wskazano na konieczność bieżącego monitorowania ryzyka z tytułu transakcji pochodnych oraz przeprowadzania okresowych testów warunków skrajnych;
- określono podstawowe zasady, według których powinny działać wewnętrzne systemy kontroli i raportowania związane z prowadzoną przez bank działalnością na rynku instrumentów pochodnych.

Banki powinny dostosować się do postanowień rekomendacji do 31 grudnia 2023 r. w zakresie adekwatnym do skali i stopnia złożoności swojej działalności na rynku instrumentów pochodnych.

*Zmiany zasad funkcjonowania instytucjonalnych systemów ochrony*

Nowelizacje ustawy Prawo bankowe<sup>57</sup> określiły m. in. zasady tworzenia i funkcjonowania systemu ochrony dla banków komercyjnych (SOBK), tj. systemu ochrony uznanego przez KNF, którego uczestnikami są banki działające w formie spółki akcyjnej. Celem funkcjonowania tego systemu jest zapewnienie płynności i wypłacalności każdego jego uczestnika, w szczególności przez udzielanie pożyczek, gwarancji i poręczeń. System ochrony może także wspierać prowadzoną przez BFG przymusową restrukturyzację. W jednostce zarządzającej tworzy się fundusz pomocowy w celu zapewnienia środków na finansowanie zadań systemu ochrony. Fundusz jest tworzony z wpłat uczestników systemu. Udział w systemie jest dobrowolny. Zakres odpowiedzialności uczestników za zobowiązania wynikające z udziału w systemie określa umowa systemu ochrony, której projekt jest zatwierdzany przez KNF.

---

<sup>56</sup> Uchwała nr 402/2022 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 19 października 2022 r. w sprawie wydania Rekomendacji A dotyczącej zarządzania przez banki ryzykiem związanym z działalnością na instrumentach pochodnych (Dz. Urz. KNF z 2022r., poz. 24).

<sup>57</sup> Zawarte w ustawie z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 872) oraz w ustawie z dnia 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym (Dz.U. z 2022 r., poz. 1692).

Nowe kompetencje, które uzyskał SOBK zostały rozszerzone na systemy ochrony instytucjonalnej, funkcjonujące w bankowości spółdzielczej (IPS-BS)<sup>58</sup>. Zgodnie ze zmianami wprowadzonymi do ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych<sup>59</sup> IPS-BS, podobnie jak SOBK, może wspierać prowadzoną przez BFG przymusową restrukturyzację (*resolution*), jeżeli została wszczęta wobec banku spółdzielczego oraz wspierać przejście banku, o którym mowa w art. 146b ust. 1 ustawy – Prawo bankowe, jeżeli bankiem przejmowanym jest bank spółdzielczy. Wsparcie to odbywa się w szczególności przez udzielanie dotacji, pożyczek, gwarancji i poręczeń na warunkach określonych w umowie systemu ochrony, ze środków funduszu pomocowego w banku zrzeszającym lub w jednostce zarządzającej. Rozszerzono jednocześnie zakres zadań organu zarządzającego systemem ochrony o podejmowanie działań służących zapewnieniu płynności i wypłacalności uczestników systemu ochrony.

Ponadto, na mocy dokonanych zmian w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych<sup>60</sup> do kosztów uzyskania przychodu zaliczono wpłaty uczestników systemu ochrony na fundusz pomocowy. Wyłączone z przychodu i zwolnione z podatku zostały środki otrzymane z funduszu pomocowego, jeżeli zostały przekazane w ramach pomocy finansowej dla uczestników systemu ochrony w celu poprawy ich wypłacalności i zapobieżenia upadłości, a także wsparcia w ramach prowadzonej przez BFG przymusowej restrukturyzacji wszczętej wobec banku spółdzielczego lub przejścia banku spółdzielczego.

Pod tymi samymi warunkami zwolniono z podatku, czyli uznano za koszty uzyskania przychodu, wpłaty uczestników systemu ochrony na fundusz pomocowy, wartość umorzonych zobowiązań z tytułu zaciągniętej przez bank pożyczki ze środków funduszu pomocowego oraz środki przekazane z funduszu pomocowego na rzecz banku, który przejmuje zobowiązania innego banku oraz na rzecz banku przejmowanego.

#### *Zmiany w ustawie Prawo upadłościowe<sup>61</sup>*

Nowelizacja<sup>62</sup> ustawy Prawo upadłościowe wprowadziła dodatkowy podział w kategoriach należności podlegających zaspokojeniu z funduszu masy upadłości banku. Doprecyzowała także przepisy dotyczące postępowania upadłościowego wobec banków hipotecznych oraz postępowania upadłościowego wobec instytucji kredytowych, firm inwestycyjnych, banków

---

<sup>58</sup> Ustawa z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 456); Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. z 2021 r., poz. 1800, z późn. zm.).

<sup>59</sup> W art. 22a dodano ust. 1a i 1b, w art. 22g zmieniono ust. 1, dodano art. 22ha, w art. 22i w ust. 1 do-dano pkt 4 oraz dodano ust. 1a.

<sup>60</sup> Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. z 2021 r., poz. 1800, z późn. zm.). W art. 12 ust. 4 dodano pkt 24b i 24c, w art. 15 ust. 1h dodano pkt 5 i 6, w art. 16 w ust. 1 zmieniono pkt 58, w art. 17 w ust. 1 dodano pkt 50e, 56c–56j, uchylono pkt 55).

<sup>61</sup> Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 1520).

<sup>62</sup> Ustawa z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 872).

zagranicznych oraz banków krajowych prowadzących działalność za granicą.

### 2.1.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury

#### *Wyznaczanie zamienników dla kluczowych wskaźników referencyjnych*

W 2022 r. weszły w życie zmiany ustawy o nadzorze makroostrożnościowym<sup>63</sup> umożliwiające realizację uprawnień wskazanych w art. 23c rozporządzenia BMR<sup>64</sup>. Uprawnienia te dotyczą możliwości wyznaczenia przez państwo członkowskie ustawowego zamiennika dla wskaźnika referencyjnego kluczowego dla tego państwa członkowskiego.

Zgodnie ze wspomnianą procedurą po wystąpieniu któregośkolwiek ze zdarzeń, o których mowa w art. 23c ust. 1 rozporządzenia BMR, skutkujących brakiem możliwości stosowania wskaźnika referencyjnego kluczowego dla Polski w umowach i instrumentach finansowych, KNF przedstawia Komitetowi Stabilności Finansowej (KSF) stanowisko zawierające informacje o konieczności wyznaczenia zamiennika dla kluczowego wskaźnika referencyjnego (wraz z określeniem zamiennika, spreadu korygującego, odpowiednich istotnych zmian dostosowawczych oraz daty albo dat rozpoczęcia stosowania danego zamiennika) albo o braku takiej konieczności (wraz z uzasadnieniem). Następnie KSF wydaje rekomendację, w której wskazuje na konieczność wyznaczenia zamiennika albo przedstawia stanowisko zawierające informację o odmowie wydania takiej rekomendacji wraz z uzasadnieniem. Minister Finansów, biorąc pod uwagę rekomendację KSF oraz wpływ zaprzestania opracowywania kluczowego wskaźnika referencyjnego lub jego likwidacji na ryzyko systemowe w systemie finansowym, może wydać rozporządzenie określające zamiennik (albo zamienniki) dla takiego wskaźnika, spread korygujący wraz z metodą jego ustalania, odpowiednie istotne zmiany dostosowawcze oraz datę albo daty rozpoczęcia stosowania zamiennika.

Ponadto w ustawie o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom<sup>65</sup> wprowadzono przepisy, na mocy których także w sytuacji odmowy przez KSF wydania rekomendacji dotyczącej wyznaczenia zamiennika dla wskaźnika WIBOR Minister Finansów może, po zasięgnięciu opinii KNF, wydać rozporządzenie określające zamiennik albo zamienniki dla wskaźnika referencyjnego WIBOR. Taki zamiennik albo zamienniki mogą bazować na indeksie POLONIA, a rozporządzenie mogłoby określać także spread korygujący oraz metodę

---

<sup>63</sup> Zmiany w ustawie z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (Dz.U. z 2015 r., poz. 1513, z późn. zm.) wprowadzone ustawą z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz.U. z 2022 r., poz. 1488).

<sup>64</sup> 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.).

<sup>65</sup> Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz.U. z 2022 r., poz. 1488, z późn. zm.).

jego ustalania, odpowiednie istotne zmiany dostosowawcze, a także datę albo daty rozpoczęcia stosowania zamiennika.

#### *Zmiana wartości oferty publicznej zwalniającej z obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego*

Ustawą o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom<sup>66</sup> znowelizowano ustawę o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>67</sup>, podwyższając z 2,5 do 5,0 mln euro próg zwalniający z obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego. Po wejściu w życie tych przepisów obowiązek publikowania memorandum informacyjnego obejmuje oferty publiczne papierów wartościowych, których wartość skumulowana wraz z innymi ofertami przeprowadzonymi przez danego emitenta w czasie ostatnich dwunastu miesięcy wynosi od 1,0 do 5,0 mln euro. Ponadto w wyniku tej nowelizacji emitent lub podmiot oferujący został zobowiązany zawiadomić KNF o zamiarze przeprowadzenia oferty publicznej nie później niż na 7 dni roboczych przed dniem udostępnienia memorandum informacyjnego.

#### *Zmiana progów wezwania obowiązkowego*

W ramach nowelizacji ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych<sup>68</sup> zmieniono przepisy ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>69</sup> w zakresie progów wezwania obowiązkowego na akcje spółki publicznej. W miejsce dwóch progów (33% i 66%) został wprowadzony jeden próg 50% ogólnej liczby głosów, po przekroczeniu którego akcjonariusz ma trzy miesiące na ogłoszenie wezwania do sprzedaży lub zamiany wszystkich pozostałych akcji. Obowiązek ten nie ma zastosowania, jeżeli do przekroczenia wspomnianego progu dochodzi wskutek dziedziczenia albo jeżeli w odniesieniu do Skarbu Państwa ma miejsce inne zdarzenie prawne niż nabycie lub pośrednie nabycie akcji, połączenie lub podział spółki. W tych przypadkach ogłoszenie wezwania obowiązkowego następuje dopiero wtedy, gdy dojdzie do dalszego zwiększenia udziału spadkobiercy lub Skarbu Państwa w ogólnej liczbie głosów. Nowe przepisy wprowadzają także możliwość ogłoszenia wezwania dobrowolnego do sprzedaży lub zamiany wszystkich akcji. Jeżeli takie wezwanie skutkuje przekroczeniem progu 50% ogólnej liczby głosów, to ogłoszenie wezwania obowiązkowego nie jest konieczne.

---

<sup>66</sup> Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz.U. z 2022 r., poz. 1488).

<sup>67</sup> 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 2022 r., poz. 2554).

<sup>68</sup> Ustawa z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 872).

<sup>69</sup> 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 2022 r., poz. 2554).

*Wprowadzenie prawa holdingowego oraz nowych zasad wykonywania nadzoru korporacyjnego do Kodeksu spółek handlowych*<sup>70</sup>

Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych (KSH) wprowadziła do polskiego porządku prawnego tzw. prawo holdingowe, regulujące relacje prywatnoprawne między spółką dominującą a jej spółkami zależnymi. Zgodnie z uchwalonymi przepisami grupa spółek powstaje po podjęciu w tej sprawie uchwały (większością trzech czwartych głosów) przez zgromadzenie wspólników lub walne zgromadzenie spółek zależnych oraz ujawnienie takiego uczestnictwa w Krajowym Rejestrze Sądowym. Grupa spółek kieruje się wspólną strategią w celu realizacji wspólnego interesu, co uzasadnia sprawowanie przez spółkę dominującą kierownictwa nad spółkami zależnymi. Spółka dominująca może wydawać w formie pisemnej lub elektronicznej tzw. wiążące polecenia, a zarząd spółki zależnej co do zasady jest zwolniony z odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną w związku z wykonaniem takiego polecenia. Wspomniana nowelizacja wprowadziła również procedurę przymusowego odkupu udziałów lub akcji spółki zależnej przez spółkę dominującą. Dodatkowe prawa zyskali wspólnicy mniejszościowi spółek zależnych należących do grupy spółek. Omawiane rozwiązania nie odnoszą się do podmiotów nadzorowanych przez KNF (m.in. banków, firm inwestycyjnych, podmiotów infrastruktury transakcyjnej i potransakcyjnej) ani spółek publicznych, które zostały wyłączone z zakresu podmiotowego przepisów KSH dotyczących prawa holdingowego.

Zmiany wprowadzone w KSH miały także na celu zwiększenie efektywności nadzoru korporacyjnego w spółkach kapitałowych. Nowe przepisy nałożyły na zarząd obowiązek regularnego przekazywania radzie nadzorczej informacji oraz danych dotyczących głównych obszarów funkcjonowania spółki. Doprecyzowano kompetencje rady nadzorczej dotyczące dostępu do wszelkich informacji, dokumentów, sprawozdań lub wyjaśnień będących w posiadaniu zarządu, osób zatrudnionych w spółce i prokurentów. Te kompetencje rady nadzorczej w przypadku spółki dominującej dotyczą również informacji i dokumentów odnoszących się do spółek zależnych i powiązanych, jeżeli są one już w posiadaniu spółki dominującej. Omawiana nowelizacja wprowadziła również sankcje personalne za naruszenie obowiązku zapewnienia takiego dostępu. Aby wzmocnić kontrolę nad majątkiem spółki, organowi nadzorcemu przyznano ponadto uprawnienie do wyrażenia zgody na transakcję z podmiotami powiązаныmi, jeżeli jej wartość przekracza 10% aktywów spółki zgodnie z ostatnim zatwierdzonym sprawozdaniem finansowym. Doprecyzowano także, że kadencja członków zarządów oraz rad nadzorczych liczona jest w pełnych latach obrotowych. Statut spółki może jednak ograniczyć lub zmodyfikować opisane w tym akapicie przepisy KSH.

<sup>70</sup> Ustawa z dnia 9 lutego 2022 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r. poz. 807).



### Ramka 2.1.1. Ustawa o finansowaniu społecznościowym

Od 29 lipca 2022 r. zaczęła obowiązywać ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom<sup>1</sup> („ustawa o finansowaniu społecznościowym”). Poza przepisami mającymi dostosować polskie prawo do unijnych przepisów dotyczących crowdfundingu<sup>2</sup>, ustawa ta zawiera również przepisy dotyczące „wakacji kredytowych” dostępnych dla kredytobiorców hipotecznych, którzy zaciągnęli zobowiązania w złotych na zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych.

Celem ustawy z punktu widzenia branży crowdfundingowej było zapewnienie stosowania Rozporządzenia 2020/1503, tj. określenie szczególnych wymogów świadczenia usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz organizacji i trybu wykonywania nadzoru nad dostawcami usług finansowania społecznościowego przez KNF, w szczególności wydawania odpowiednich zezwoleń na świadczenie usług finansowania społecznościowego.

Skala crowdfundingu w 2022 r. w Polsce nie pozwalała na traktowanie go jako narzędzia finansowania innowacyjnych projektów biznesowych o istotnym zasięgu i skali. Pełne przejście sektora platform crowdfundingowych do reżimu regulacyjnego wyznaczonego przez przepisy Rozporządzenia 2020/1503 pozwoli m.in. na zwiększenie limitów emisji docelowo do 5 mln EUR, wprowadzenie obrotu wtórnego walorami uplasowanymi uprzednio w kampanii crowdfundingowej oraz uregulowanie obowiązków informacyjnych. W dalszej perspektywie będzie to oznaczać ewolucję crowdfundingu, zwiększenie jego roli, jako alternatywnej opcji dla inwestorów na rynku kapitałowym oraz źródła finansowania dla przedsiębiorstw, w szczególności małych i średnich.

W 2022 r. uległ również wydłużeniu okres przejściowy umożliwiający platformom crowdfundingowym funkcjonowanie w dotychczasowym modelu, w oparciu o przepisy prawa krajowego (na podstawie swobody działalności gospodarczej). Na mocy Rozporządzenia 2022/1988<sup>3</sup>, będzie to możliwe do 10 listopada 2023 r.

Po 10 listopada 2023 r. prowadzenie działalności przez platformy crowdfundingowe będzie możliwe jedynie w reżimie Rozporządzenia 2020/1503, po uzyskaniu odpowiedniego zezwolenia KNF. Limit zbiorów dla takich platform po 10 listopada 2023 r. (czyli po upływie wszystkich okresów przejściowych) będzie wynosił 5 mln EUR.

Skalę rynku crowdfundingu na rzecz przedsiębiorstw zawsze wyznaczały przepisy dotyczące możliwości prowadzenia emisji w uproszczonym schemacie, bez konieczności przedstawienia prospektu informacyjnego. Do 2018 r. limit oferty publicznej instrumentów finansowych w uproszczonym schemacie wynosił 100 tys. EUR, potem został podniesiony do 1 mln EUR. Po wejściu w życie ustawy o finansowaniu społecznościowym, do upływu okresu przejściowego (9 listopada 2023 r.), limit ten będzie wynosił 2,5 mln EUR dla platform działających z odpowiednim zezwoleniem KNF, a docelowo wzrośnie do 5 mln EUR, co stwarza warunki dla istotnego rozwoju branży.

<sup>1</sup>Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 414).

<sup>2</sup>Kluczowe unijne akty prawne wprowadzające nowe ramy regulacyjne dla branży crowdfundingowej to: Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L347 z 2020 r., s. 1) (dalej: Rozporządzenie 2020/1503) oraz dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1504 z dnia 7 października 2020 r. zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz. Urz. UE L347 z 2020 r., s. 50).

<sup>3</sup>Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1988 z dnia 12 lipca 2022 r. przedłużające okres przejściowy umożliwiający dalsze świadczenie usług finansowania społecznościowego zgodnie z prawem krajowym, o którym to okresie mowa w art. 48 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 (Dz. Urz. UE L273 z 2022 r., s. 3).

## 2.2. Zmiany w regulacjach Unii Europejskiej

### 2.2.1. Regulacje dotyczące instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych

*Akty delegowane Komisji Europejskiej do rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych*

W 2022 r. zmodyfikowano prawo unijne poprzez wydanie następujących aktów delegowanych Komisji Europejskiej uzupełniających rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012<sup>71</sup> w zakresie metod szacowania ryzyka związanego z działalnością bankową oraz obliczania wymogów kapitałowych:

- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2060 z dnia 14 czerwca 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających kryteria oceny możliwości modelowania czynników ryzyka zgodnie z metodą modeli wewnętrznych oraz częstotliwość tej oceny zgodnie z art. 325be ust. 3 tego rozporządzenia<sup>72</sup>.
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2058 z dnia 28 lutego 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących horyzontów płynnościowych na potrzeby alternatywnej metody modeli wewnętrznych, o których to standardach mowa w art. 325bd ust. 7<sup>73</sup>.
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1011 z dnia 10 marca 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających sposób ustalania ekspozycji pośrednich wobec klienta wynikających z kontraktów na instrumenty pochodne i na kredytowe instrumenty pochodne w przypadku, gdy kontrakt nie został zawarty bezpośrednio z klientem, lecz instrument dłużny lub kapitałowy będący instrumentem bazowym został wyemitowany przez tego klienta<sup>74</sup>.
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/954 z dnia 12 maja 2022 r. zmieniające regulacyjne standardy techniczne ustanowione w rozporządzeniu delegowanym (UE) nr 183/2014 w odniesieniu do doprecyzowania obliczania korekt z tytułu szczególnego i ogólnego ryzyka kredytowego<sup>75</sup>.
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2059 z dnia 14 czerwca 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do

<sup>71</sup> Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., str. 1.

<sup>72</sup> Dz. Urz. UE L276 z 2022 r., s. 60.

<sup>73</sup> Dz. Urz. UE L276 z 2022 r., s. 40.

<sup>74</sup> Dz. Urz. UE L170 z 2022 r., s. 22.

<sup>75</sup> Dz. Urz. UE L165 z 2022 r., s. 24.



regulacyjnych standardów technicznych określających szczegółowe informacje techniczne na potrzeby wymogu dotyczącego weryfikacji historycznej oraz wymogu dotyczącego przypisania zysków i strat zgodnie z art. 325bf i 325bg rozporządzenia (UE) nr 575/2013<sup>76</sup>.

- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2328 z dnia 16 sierpnia 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających egzotyczne instrumenty bazowe oraz instrumenty obciążone ryzykiem rezydualnym do celów obliczania wymogów w zakresie funduszy własnych z tytułu ryzyka rezydualnego<sup>77</sup>

*Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1622 z dnia 17 maja 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wschodzących gospodarek rynkowych i gospodarek zaawansowanych<sup>78</sup>*

Rozporządzenie określiło państwa, które uznaje się za gospodarki zaawansowane lub wschodzące gospodarki rynkowe do celów określania wag ryzyka w odniesieniu do wskaźników wrażliwości na czynniki ryzyka dotyczące akcji i stopy repo zgodnie z właściwymi przepisami rozporządzenia CRR.

*Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2580 z dnia 17 czerwca 2022 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających informacje, które należy przekazać we wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności jako instytucja kredytowa, oraz określających przeszkody, które mogą uniemożliwić skuteczne sprawowanie funkcji nadzorczych właściwych organów<sup>79</sup>*

Rozporządzenie określiło informacje, które instytucja powinna przekazać we wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności jako instytucja kredytowa. Do tych informacji zgodnie z rozporządzeniem należą m.in. program działań wnioskodawcy (w tym wykaz rodzajów działań, które wnioskodawca zamierza prowadzić), informacje finansowe wnioskodawcy (w tym wymagane ustawowo sprawozdania finansowe wnioskującej instytucji, informacje na temat jej zadłużenia oraz sposobu zarządzania ryzykiem) oraz informacje na temat jego struktury organizacyjnej, kapitałowej, systemów kontroli wewnętrznej i audytorów. W rozporządzeniu określono również czynniki, które mogą stanowić potencjalne przeszkody dla skutecznego sprawowania nadzoru ostrożnościowego nad wnioskującą instytucją.

---

<sup>76</sup> Dz. Urz. UE L276 z 2022 r., s. 47.

<sup>77</sup> Dz. Urz. UE L308 z 2022 r., s. 1.

<sup>78</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1622 z dnia 17 maja 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wschodzących gospodarek rynkowych i gospodarek zaawansowanych (Dz. Urz. UE L244 z 2022 r., s. 3).

<sup>79</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2580 z dnia 17 czerwca 2022 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających informacje, które należy przekazać we wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności jako instytucja kredytowa, oraz określających przeszkody, które mogą uniemożliwić skuteczne sprawowanie funkcji nadzorczych właściwych organów (Dz. Urz. UE L335 z 2022 r., s. 64, z późn. zm.).

*Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2579 z dnia 10 czerwca 2022 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających informacje, które mają być przekazane przez przedsiębiorstwo we wniosku o udzielenie zezwolenia zgodnie z art. 8a tej dyrektywy<sup>80</sup>*

Rozporządzenie określiło informacje, które powinny być przekazane przez firmy inwestycyjne występujące o zezwolenie na prowadzenie działalności jako instytucja kredytowa. Do tych informacji zgodnie z rozporządzeniem należą m.in. program działań firmy inwestycyjnej (w tym wykaz rodzajów działań, które wnioskodawca zamierza prowadzić), informacje finansowe wnioskodawcy (w tym wymagane ustawowo sprawozdania finansowe wnioskującej instytucji, informacje na temat jej zadłużenia oraz sposobów zarządzania ryzykiem) oraz informacje na temat struktury organizacyjnej, kapitałowej oraz systemów kontroli wewnętrznej i audytorów wnioskującej instytucji.

## **2.2.2. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury**

*Rozporządzenie w sprawie systemu pilotażowego DLT<sup>81</sup>*

Wchodzące w skład pakietu dotyczącego finansów cyfrowych rozporządzenie w sprawie systemu pilotażowego na potrzeby infrastruktur rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru (*distributed ledger technology* – DLT) jest pierwszym aktem prawnym UE bezpośrednio odnoszącym się do rynku instrumentów finansowych bazujących na tej technologii. Celem tej regulacji jest m.in. usunięcie barier związanych z emitowaniem stokenizowanych instrumentów finansowych, obrotem tymi instrumentami oraz ich rozrachunkiem. Rozporządzenie to będzie obowiązywało przez trzy lata od wejścia w życie, tj. do marca 2026 r., z możliwością przedłużenia do 2029 r.

Rozporządzenie umożliwia firmom inwestycyjnym, platformom obrotu oraz centralnym depozytom papierów wartościowych prowadzenie infrastruktury rynkowej DLT dla stokenizowanych instrumentów finansowych. Infrastruktura ta obejmuje:

---

<sup>80</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2579 z dnia 10 czerwca 2022 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających informacje, które mają być przekazane przez przedsiębiorstwo we wniosku o udzielenie zezwolenia zgodnie z art. 8a tej dyrektywy (Dz. Urz. UE L335 z 2022 r., s.61).

<sup>81</sup> 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).

- DLT MTF – wielostronne platformy obrotu DLT podlegające co do zasady wymogom dyrektywy MiFID II<sup>82</sup> oraz rozporządzenia MiFIR<sup>83</sup>, na których dopuszcza się do obrotu wyłącznie instrumenty finansowe oparte na DLT;
- DLT SSS – systemy rozrachunku papierów wartościowych oparte na DLT, prowadzone przez centralne depozyty papierów wartościowych, podlegające przepisom rozporządzenia CSDR<sup>84</sup>;
- DLT TSS – wielostronne platformy obrotu DLT połączone z systemem rozrachunku papierów wartościowych obsługującym DLT, prowadzone przez firmę inwestycyjną lub operatora rynku albo przez centralne depozyty papierów wartościowych. Podlegają one wybranym, wskazanym w rozporządzeniu w sprawie systemu pilotażowego DLT, przepisom dyrektywy MiFID II oraz rozporządzeń MiFIR i CSDR.

Wprowadzono także dodatkowe obowiązki dla operatorów infrastruktur rynkowych opartych na DLT. Mają oni ustanowić szczegółowe zasady świadczenia usług i prowadzenia działalności, w tym opisać m.in. aspekty techniczne związane z korzystaniem z technologii rozproszonego rejestru. Ponadto są zobowiązani do publikowania na stronie internetowej informacji na temat sposobu wykonywania przez operatorów funkcji, świadczenia usług i prowadzenia działalności.

Do obrotu lub rejestracji w infrastrukturze rynkowej opartej na DLT dopuszczone są instrumenty finansowe, które spełniają poniższe warunki:

- akcje, których kapitalizacja rynkowa jest niższa niż 0,5 mld euro;
- obligacje, instrumenty dłużne wyemitowane w procesie sekurytyzacji, instrumenty rynku pieniężnego (z wyłączeniem instrumentów z wbudowanymi instrumentami pochodnymi lub których struktura utrudnia klientowi zrozumienie związanego z nimi ryzyka) o wartości emisji poniżej 1,0 mld euro;
- jednostki uczestnictwa instytucji zbiorowego inwestowania UCITS (z wyłączeniem UCITS strukturyzowanych), których wartość rynkowa zarządzanych aktywów jest niższa niż 0,5 mld euro.

Łączna wartość rynkowa instrumentów finansowych obsługiwanych przez dany podmiot działający w ramach infrastruktury DLT nie może przekraczać 6 mld euro w momencie dopuszczenia do obrotu lub pierwszej rejestracji nowego instrumentu finansowego obsługiwanego przez DLT. Jeżeli rynkowa wartość rynkowa instrumentów finansowych

---

<sup>82</sup> 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.).

<sup>83</sup> 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.).

<sup>84</sup> 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 dyrektywę 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.).

obsługiwanych przez dany podmiot infrastruktury DLT przekroczy 9 mld euro, zostaje uruchomiona procedura uporządkowanego zamknięcia lub redukcji skali jego działalności.

*Rozporządzenie delegowane UE dotyczące przejścia na nowe wskaźniki referencyjne stosowane jako odniesienie w niektórych kontraktach pochodnych<sup>85</sup>*

Rozporządzenie aktualizuje listę pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej nominowanych w euro, dolarach amerykańskich, jenach japońskich i funtach szterlingach podlegających obowiązkowi rozliczania w CCP. Aktualizacja ta była konieczna ze względu na odchodzenie na rynkach pieniężnych wspomnianych walut od stawek referencyjnych typu -IBOR i zastępowanie ich indeksami bazującymi na stopach procentowych wolnych od ryzyka (tzw. *risk-free rates*, RFR). Rozporządzenie wprowadza obowiązek centralnego rozliczania najbardziej płynnych transakcji pochodnych stopy procentowej bazujących na indeksach SOFR, €STR, SONIA, TONA. Jednocześnie zniesiono wspomniany obowiązek dla transakcji pochodnych nominowanych we wspomnianych walutach, bazujących na stawkach referencyjnych typu -IBOR, które przestały być publikowane lub zgodnie z przepisami rozporządzenia BMR nie mogą być już wykorzystywane w umowach i instrumentach finansowych.

*Rozporządzenie delegowane UE dotyczące wartości progu wiążącego się z obowiązkiem rozliczania dla pozycji utrzymywanych w towarowych kontraktach pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym<sup>86</sup>*

Rozporządzenie zwiększa z 1 do 4 mld EUR próg wartości utrzymywanych przez podmioty niefinansowe pozycji z tytułu instrumentów pochodnych, po przekroczeniu którego podmioty te mają obowiązek rozliczać transakcje pochodne w CCP. Jedną z głównych przyczyn podwyższenia wspomnianego progu był gwałtowny wzrost cen niektórych surowców oraz energii spowodowany agresją Rosji na Ukrainę, w wyniku którego wartość pozycji z tytułu instrumentów pochodnych utrzymywanych przez niektóre podmioty niefinansowe, nieprzygotowane do centralnego rozliczania swoich transakcji pochodnych, przekroczyła 1 mld euro. Interwencja regulacyjna KE pozwoliła tym podmiotom uniknąć dodatkowych obciążeń operacyjnych i finansowych związanych z wywiązywaniem się z obowiązku rozliczania transakcji instrumentami pochodnymi w CCP.

---

<sup>85</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/750 z dnia 8 lutego 2022 r. zmieniające regulacyjne standardy techniczne określone w rozporządzeniu delegowanym (UE) 2015/2205 w odniesieniu do przejścia na nowe wskaźniki referencyjne stosowane jako odniesienie w niektórych kontraktach pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (Dz. Urz. UE L138 z 2022 r., s. 6).

<sup>86</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2310 z dnia 18 października 2022 r. zmieniające regulacyjne standardy techniczne określone w rozporządzeniu delegowanym (UE) nr 149/2013 w odniesieniu do wartości progu wiążącego się z obowiązkiem rozliczania dla pozycji utrzymywanych w towarowych kontraktach pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym i innych kontraktach pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (Dz. Urz. UE L307 z 2022 r., s. 29).

*Decyzja wykonawcza KE stwierdzająca ograniczoną czasowo równoważność z rozporządzeniem EMIR rozwiązań prawnych i nadzorczych mających zastosowanie do kontrahentów centralnych z Wielkiej Brytanii*<sup>87</sup>

Decyzja przedłuża do 30 czerwca 2025 r. okres obowiązywania wcześniejszej decyzji KE<sup>88</sup> o uznaniu odnoszących się do funkcjonowania CCP rozwiązań prawnych i nadzorczych Wielkiej Brytanii za równoważne z wymogami określonymi w rozporządzeniu EMIR. W preambule do decyzji KE z 2022 r. po raz kolejny jednoznacznie wskazano na potrzebę ograniczenia przez podmioty z UE nadmiernego uzależnienia od usług rozliczeniowych świadczonych przez brytyjskie izby rozliczeniowe. W tym kontekście przedłużenie okresu uznawania reżimu prawnego Wielkiej Brytanii za równoważny do czerwca 2025 r. ma zapewnić wystarczająco dużo czasu na zwiększenie skali oraz rozszerzenie zakresu rozwiązań rozliczeniowych oferowanych przez infrastrukturę unijną oraz dokonanie przeglądu obowiązujących w UE regulacji dotyczących funkcjonowania CCP oraz nadzoru nad nimi.

#### *Regulacje związane ze zrównoważonym rozwojem*

W grudniu 2022 r. w Dzienniku Urzędowym UE została opublikowana dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464<sup>89</sup>, która rozszerza zakres sprawozdawczości niefinansowej w zakresie kwestii środowiskowych. W pierwszej kolejności beneficjentami tej sprawozdawczości mają być inwestorzy, którzy będą mogli lepiej zrozumieć i oszacować ryzyko związane z kwestiami zrównoważonego rozwoju. Celami dyrektywy jest większe uszczegółowienie dotychczasowych obowiązków sprawozdawczych, a tym samym ograniczenie możliwości stosowania tzw. *greenwashingu*.

Od 1 stycznia 2022 r. zaczęły obowiązywać kolejne przepisy w zakresie kwalifikowania działalności gospodarczej jako zrównoważonej środowiskowo<sup>90</sup>, gdy wnosi ona istotny wkład w:

- a. łagodzenie zmian klimatu lub
- b. do adaptacji do zmian klimatu
- c. oraz, gdy działalność ta nie wyrządza poważnych szkód w tych obszarach.

---

<sup>87</sup> Decyzja wykonawcza Komisji (UE) 2022/174 z dnia 8 lutego 2022 r. stwierdzająca, na ograniczony okres, że ramy regulacyjne mające zastosowanie do kontrahentów centralnych w Zjednoczonym Królestwie Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej są równoważne zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L28 z 2022 r., s. 40).

<sup>88</sup> Decyzja Wykonawcza Komisji (UE) 2020/1308 z dnia 21 września 2020 r. stwierdzająca, na ograniczony okres, że ramy regulacyjne mające zastosowanie do kontrahentów centralnych w Zjednoczonym Królestwie Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej są równoważne zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L306 z 2020 r., s. 1).

<sup>89</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (Dz. Urz. UE L322 z 2022 r., s. 15).

<sup>90</sup> Zawarte w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 roku w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje (Dz. Urz. UE L198 z 2020 r., s. 13).



Państwa członkowskie i UE zostały zobowiązane do ustalania, czy dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo dla potrzeb uczestników rynku finansowego lub emitentów produktów finansowych lub obligacji korporacyjnych, które mają być udostępniane jako zrównoważone środowiskowo. Ponadto przepisy dodatkowo zwiększają zakres ujawniania informacji w zakresie produktów finansowych promujących aspekt środowiskowy w informacjach ujawnianych przed zawarciem umowy i sprawozdaniach okresowych, gdy dotyczą one łagodzenia zmian klimatu lub adaptacji do zmian klimatu.

### **Ramka 2.2.1.** Operacyjna odporność cyfrowa sektora finansowego – rozporządzenie DORA<sup>1</sup>

Celem DORA jest wzmocnienie odporności systemu finansowego UE na incydenty związane ze stosowaniem technologii informatycznych (*Information and Communication Technology*; ICT). Coraz większy zakres stosowania rozwiązań ICT w finansach sprawia, że wrażliwość instytucji finansowych na incydenty, w tym cyberataki, szybko rośnie; rośnie również liczba i skala incydentów. W związku z tym w 2020 r. Europejska Rada Ryzyka Systemowego (ERRS) wskazała<sup>2</sup>, że ryzyko takich incydentów może stać się źródłem zagrożeń dla stabilności całego systemu finansowego (ryzyka systemowego).

Rozporządzenie tworzy ramy prawne dla unijnych instytucji regulacyjnych i nadzorców finansowych i umożliwi poszerzenie ich kompetencji związanych z ryzykami niefinansowymi. Wprowadzenie DORA powinno przyczynić się do ograniczenia złożoności regulacyjnej w zakresie ryzyka ICT, która obejmuje obecnie dyrektywy UE (m.in. CRD IV, PSD2, Solvency II, EMIR i MIFID) oraz przepisy krajowe, których realizacja jest nadzorowana przez wiele organów. Pozwoli także zwiększyć skuteczność nadzoru nad ryzykiem, którego charakter i źródła są niezależne od typu instytucji finansowej, zmniejszyć obciążenia finansowe i administracyjne, ujednoczyć sprawozdawczość instytucji finansowych itp.

DORA bazuje na istniejących w UE regulacjach dot. zarządzania ryzykiem ICT, takich jak *Dyrektywa bezpieczeństwa sieci i systemów informatycznych* (dyrektywa NIS<sup>3</sup>), *Dyrektywa w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego* (dyrektywa PSD II<sup>4</sup>) oraz wymogach ICT w ramach regulacji i nadzoru poszczególnych sektorów systemu finansowego<sup>5</sup>.

Regulacjami DORA są objęte wszystkie instytucje finansowe bez względu na rodzaj świadczonych usług, formę prawną czy model biznesowy, a także podmioty infrastruktury finansowej. Wyjątkami są niektóre nadzorowane podmioty lub systemy już obecnie objęte podobnymi regulacjami (np. systemy płatnicze zarządzane lub nadzorowane przez banki centralne) oraz podmioty wyłączone w oparciu o kryterium proporcjonalności (np. wielkości lub braku systemowej istotności danego podmiotu).

Ponadto, DORA, jako pierwsza regulacja na świecie, ustanawia podstawy nadzoru nad podmiotami niefinansowymi będącymi tzw. krytycznymi dostawcami usług ICT (*Critical ICT Third Party Providers*; CTPPs) dla podmiotów finansowych, w tym dostawcami usług chmurowych (*Cloud Service Providers*; CSPs).

DORA reguluje pięć kluczowych obszarów związanych z ryzykiem ICT:

- zarządzanie ryzykiem ICT w instytucjach finansowych;
- wymogi cyfrowego testowania odporności operacyjnej;
- zarządzanie ryzykiem związanym z krytycznymi dostawcami usług ICT;
- klasyfikacja i raportowanie incydentów ICT;
- dzielenie się informacjami nt. materializacji ryzyka ICT.

DORA wymaga, aby podmioty finansowe posiadały wewnętrzne procedury zarządzania i kontroli ryzyka ICT jako część ich ogólnego systemu zarządzania ryzykiem, umożliwiające im szybkie, skuteczne

i kompleksowe ograniczenie ryzyka ICT. Zasady zarządzania ryzykiem ICT w sektorach usług finansowych mają być zharmonizowane w oparciu o istniejące wytyczne.

Wg DORA system zarządzania ryzykiem ICT powinien obejmować identyfikację wrażliwych funkcji biznesowych i aktywów informatycznych, zasady ochrony tych aktywów i funkcji i zapobiegania zagrożeniom, sposoby identyfikacji incydentów tworzących zagrożenie ICT, procedury oraz procesy monitorowania, obsługi i działań następczych w przypadku takich incydentów, a także przygotowanie strategii i planów reagowania i odzyskiwania sprawności aktywów ICT, w tym w zakresie komunikowania się z klientami i innymi interesariuszami.

DORA ustanawia wymóg przeprowadzania testów operacyjnej odporności cyfrowej (z wyjątkiem mikroprzedsiębiorstw) w celu oceny ich odporności na incydenty związane z ICT oraz oceny ich procedur i kanałów powiadamiania właściwego organu nadzorczego.

Testy penetracyjne w oparciu o zagrożenia (tzw. TLPT) były przeprowadzane w wielu krajach UE, ale wg przepisów UE testy te były obowiązkowe tylko w przypadku niektórych rodzajów infrastruktury rynku finansowego (FMI). DORA rozszerza te wymogi dwójako: ustanawia kryteria progowe identyfikujące firmy, w przypadku których takie testy stałyby się obowiązkowe, oraz nakazuje trzem europejskim organom nadzoru (ESAs)<sup>6</sup> opracowanie standardów i procedur wzajemnego uznawania testów we wszystkich państwach członkowskich UE, zmniejszając potrzebę przeprowadzania tych samych testów przez firmy transgraniczne wielokrotnie.

DORA traktuje ryzyko związane z zewnętrznymi dostawcami usług ICT jako integralny składnik ryzyka ICT. Przed zawarciem umowy z takimi dostawcami podmioty finansowe muszą ocenić, czy dostawcy usług ICT o krytycznym znaczeniu sami dysponują i wykorzystują odpowiednie zasady zarządzania ryzykiem ICT. Treść umów z dostawcami usług ICT musi umożliwiać podmiotom finansowym rozwiązanie takich umów w różnych scenariuszach, w tym w przypadku zidentyfikowania problemów z zarządzaniem ryzykiem ICT u tych dostawców. DORA zobowiązuje również instytucje finansowe do tworzenia, prowadzenia i aktualizacji rejestru informacji o wszystkich ustaleniach umownych dotyczących korzystania z usług ICT świadczonych przez zewnętrznych usługodawców ICT.

DORA określa przesłanki identyfikacji zewnętrznego dostawcy ICT, jako „krytycznego” (*Critical Third Party Provider; CTPP*). Po wyznaczeniu TPP, jako krytycznego, nadzór nad CTPP będzie sprawowany przez jednego z trzech ESAs, który będzie mógł m.in. go ocenić i wymagać od CTPP wykazania, że podmiot ten może zwiększyć odporność własnych systemów wspierających instytucje finansowe, przeprowadzać kontrole na miejscu i poza nim, wydawać zalecenia, zalecać mu zmianę praktyk w zakresie bezpieczeństwa cybernetycznego; nakładać kary w przypadku niezgodności z zaleceniami; a w skrajnych przypadkach zalecić instytucjom finansowym rozwiązanie umowy z zewnętrznym dostawcą usług ICT.

DORA harmonizuje klasyfikację incydentów oraz formy raportowania ryzyka ICT przez podmioty finansowe do właściwych organów krajowych, a także warunki uruchamiające wymóg sprawozdawczy w tym zakresie. Firmy będą musiały raportować przyczyny i ocenę skutków incydentów ICT, co umożliwi nadzorowi identyfikację kierunków i skali zagrożeń oraz najczęstszych luk w zabezpieczeniach danych instytucji i pomoże im w działaniach ograniczających ryzyko.

DORA wymaga od ESAs oceny konieczności dalszej centralizacji raportowania poważnych incydentów poprzez utworzenie jednego unijnego centrum informacyjnego, co powinno zmniejszyć obciążenie związane z przestrzeganiem wymogów i wspierać lepsze zbiorowe zrozumienie zagrożeń cybernetycznych w wymiarze transgranicznym UE.

W celu zwiększenia efektywności obrony przed cyberatakami, DORA przewiduje że ESAs będą przekazywać instytucjom finansowym informacje i dane wywiadowcze (zanonimizowane) na temat



podobnych cyberzagrożeń. W związku z tym podmioty finansowe powinny wdrożyć mechanizmy przeglądu i podejmowania działań w odniesieniu do informacji udostępnianych przez organy unijne.

Pełne wejście w życie przepisów DORA jest przewidziane w I kwartale 2025 roku. Do tego czasu unijne organy nadzoru przygotowują i wdrożą standardy regulacyjne (tzw. RTS) dotyczące szczegółowych regulacji i wymagań nadzorczych dla instytucji finansowych i zewnętrznych dostawców usług ICT. W celu spełnienia wymogów DORA, podmioty finansowe i dostawcy usług ICT powinny dokonać oceny obecnie używanych systemów ICT, przeprowadzić analizy luk i dostosować ustalenia umowne do wymogów DORA.

Pomimo, że za nadzór nad ryzykiem ICT będą odpowiedzialne trzy ESAs, poszczególne RTS będą obowiązywały wszystkie instytucje finansowe bez względu na ich charakter. Dla osiągnięcia tego DORA znacznie rozszerza rolę tzw. Wspólnego Forum Nadzorczego (*Joint Oversight Forum*; JOF), składającego się z przedstawicieli ESAs, nadzorców krajowych i niezależnych ekspertów. JOF będzie odgrywać również ważną rolę w opracowywaniu najlepszych praktyk w zakresie nadzoru nad CTPP i oczekiwanego poziomu odporności.

DORA może w istotny sposób prowadzić do zwiększenia odporności systemu finansowego UE na incydenty, a przez to do wzmocnienia stabilności finansowej. DORA powinna stanowić bodziec dla instytucji finansowych UE, a także krytycznie ważnych dostawców usług ICT do lepszego zrozumienia, w jaki sposób ich praktyki ICT i systemy zarządzania ryzykiem ITC, w tym ryzykiem strony trzeciej, wpływają na ich odporność, a także do opracowania innowacyjnych rozwiązań w zakresie odporności operacyjnej, w tym zaawansowanych metod testowania scenariuszy cyberryzyka. Nie oznacza to jednak, że DORA jest odpowiedzią na wszelkie wyzwania związane z ryzykiem ICT. W szczególności DORA nie zajmuje się kwestią systemowego cyberryzyka. Nad tym zagadnieniem pracuje obecnie Europejska Rada Ryzyka Systemowego, która w styczniu 2022 r. wydała *Zalecenie w sprawie ogólnoeuropejskich ram koordynacji dla odpowiednich organów w odniesieniu do cyberincydentów o charakterze systemowym*<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2554 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie operacyjnej odporności cyfrowej sektora finansowego i zmieniające rozporządzenia (WE) nr 1060/2009, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 600/2014, (UE) nr 909/2014 oraz (UE) 2016/1011 (Dz. Urz. UE L333 z 2022 r., s. 1).

<sup>2</sup> [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200219\\_systemiccyberrisk~101a09685e.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200219_systemiccyberrisk~101a09685e.en.pdf).

<sup>3</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1148 z dnia 6 lipca 2016 r. w sprawie środków na rzecz wysokiego wspólnego poziomu bezpieczeństwa sieci i systemów informatycznych na terytorium Unii (Dz. Urz. UE L194 z 2016 r., s. 1).

<sup>4</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE (Dz. Urz. UE L337 z 2015 r., s. 35).

<sup>5</sup> Np. wytyczne European Banking Authority (EBA) w zakresie outsourcingu, czy zarządzania ryzykiem ICT.

<sup>6</sup> Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA), Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeniowego i Emerytalnego (EIOPA), Europejski Urząd Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA).

<sup>7</sup> Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z dnia 2 grudnia 2021 r. w sprawie ogólnoeuropejskich ram koordynacji dla odpowiednich organów w odniesieniu do cyberincydentów o charakterze systemowym (ERRS/2021/17) (Dz. Urz. UE C134 z 2022 r., s. 1).

## 3. Infrastruktura systemu

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 go. W niniejszym rozdziale przedstawiono najważniejsze zmiany dotyczące infrastruktury systemu finansowego w Polsce, jakie nastąpiły w 2022 r.

### 3.1. Instytucje regulujące i nadzorcze

Instytucjami regulującymi i nadzorującymi funkcjonowanie systemu finansowego w Polsce są: Ministerstwo Finansów, Komisja Nadzoru Finansowego oraz Narodowy Bank Polski. Wspomniane instytucje wraz z Bankowym Funduszem Gwarancyjnym (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. W 2022 r. odbyło się pięć spotkań Komitetu Stabilności Finansowej w formule makroostrożnościowej (KSF-M): cztery regularne posiedzenia zgodnie z przewidzianym harmonogramem prac oraz dodatkowe, poświęcone omówieniu nadzwyczajnych okoliczności związanych z agresją Rosji na Ukrainę i ich potencjalnego wpływu na stabilność krajowego systemu finansowego<sup>91</sup>. Ponadto w analizowanym okresie odbyło się siedem posiedzeń Komitetu Stabilności Finansowej w formule kryzysowej (KSF-K), na których omawiano sytuację ekonomiczno-finansową banków komercyjnych oraz działania służące zachowaniu stabilności w systemie finansowym.

### 3.2. System płatniczy

W 2022 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: TARGET2-NBP i Euro Elixir. W ośmiu wymienionych systemach odnotowano wzrosty wartości przetworzonych zleceń, natomiast w siedmiu systemach zwiększyła się także liczba przetworzonych zleceń.

---

<sup>91</sup> Szerzej na temat prac KSF-M w *Informacji rocznej o działalności Komitetu Stabilności Finansowej w zakresie nadzoru makroostrożnościowego w 2022 r.*, Warszawa 2023.

NBP pełni rolę regulatora systemu płatniczego, w zakresie swoich ustawowych kompetencji<sup>92</sup>, oraz operatora systemu płatności wysokokwotowych SORBNET2 i gestora systemu TARGET2-NBP. Bank centralny sprawuje także nadzór systemowy (*oversight*) nad systemem płatniczym<sup>93</sup>, mając na celu ograniczenie ryzyka, którego materializacja może zakłócić funkcjonowanie infrastruktury krajowego rynku finansowego. Ponadto NBP jest katalizatorem zmian w systemie płatniczym: wspiera inicjatywy dążące do zwiększenia efektywności, innowacyjności i bezpieczeństwa usług płatniczych, a w konsekwencji ich dostępności dla coraz większej liczby użytkowników.

### 3.2.1. Systemy wysokokwotowych płatności międzybankowych

#### System SORBNET2

W systemie SORBNET2, służącym do rozrachunku płatności wysokokwotowych w złotych, według stanu na koniec 2022 r. uczestniczyło: 47 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 2021 r. o, odpowiednio, 7,9% i 17,8% (wykres 3.2.1). Do tych wzrostów przyczyniły się przede wszystkim większa wartość zleceń klientów oraz zleceń KDPW i KDPW\_CCP z tytułu rozrachunku operacji na krajowym rynku papierów wartościowych. W 2022 r. w systemie SORBNET2 średnio rozliczano 21 628 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 24,0 mln zł. W strukturze obrotów według typów operacji dominowały płatności wynikające z realizacji zleceń klientów, głównie z tytułu płatności międzybankowych (wykres 3.2.2).

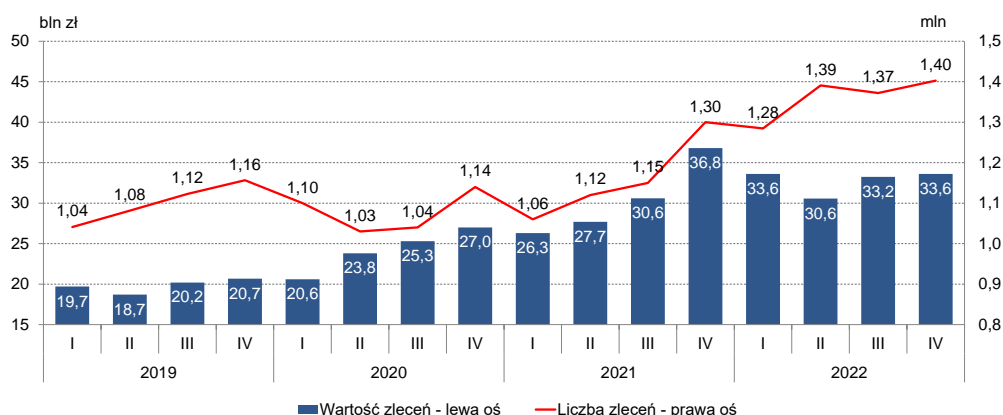
W 2022 r. kontynuowano prace zmierzające do uruchomienia nowego systemu RTGS w złotych, tj. systemu SORBNET3, który w 2025 r. ma zastąpić system SORBNET2. Komunikacja uczestników w systemie SORBNET3 będzie bazowała na sieci telekomunikacyjnej dostarczanej przez Towarzystwo SWIFT z wykorzystaniem nowego standardu komunikatów zgodnych z normą ISO 20022. Będzie to największa zmiana w systemie płatności wysokokwotowych w złotych od czasu uruchomienia w 2013 r. systemu SORBNET2.

---

<sup>92</sup> Art. 3 ust. 2 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (tekst jednolity Dz.U. z 2020 r., poz. 2027).

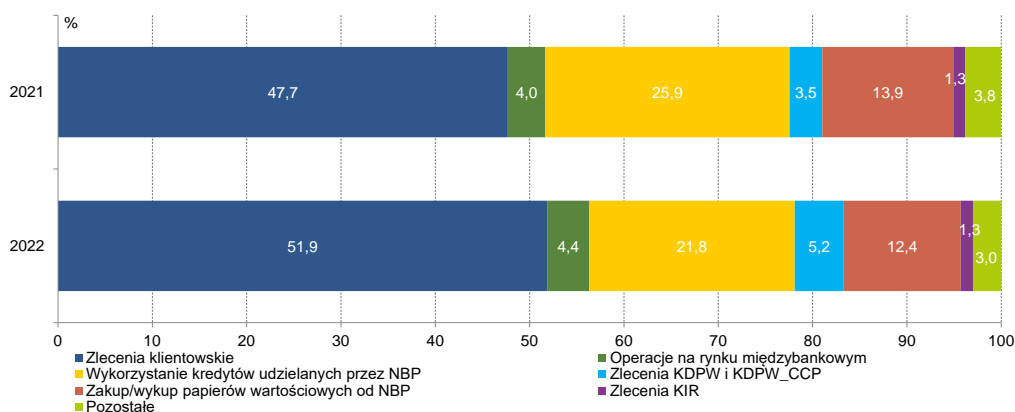
<sup>93</sup> Lista systemów płatności podlegających nadzorowi systemowemu Prezesa NBP wraz z ich klasyfikacją jest dostępna na stronie internetowej NBP: <https://www.nbp.pl/systemplatniczy/nadzor/lista-systemow-i-schematow.pdf?v=4>.

**Wykres 3.2.1.** Kwartalna wartość i liczba zleceń przetworzonych w systemie SORBNET2 w latach 2019-2022



Źródło: NBP.

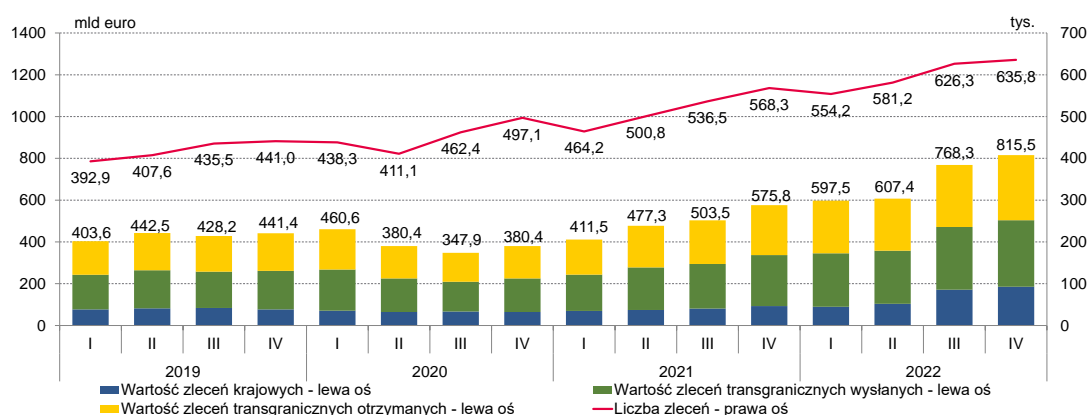
**Wykres 3.2.2.** Udział głównych typów operacji w strukturze obrotów brutto w systemie SORBNET2 w 2021 r. i 2022 r.



Źródło: NBP.

### System TARGET2-NBP

System TARGET2-NBP, będący polskim komponentem systemu TARGET2, służy do rozrachunku wysokokwotowych płatności transgranicznych i krajowych w euro. Na koniec 2022 r. w systemie TARGET2-NBP uczestniczyło: 15 banków krajowych oraz NBP, Krajowa Izba Rozliczeniowa (KIR), KDPW i KDPW\_CCP. W 2022 r. obroty w tym systemie wzrosły o 41,7% w porównaniu z 2021 r., przy czym wartość przetworzonych operacji była wyraźnie większa w II połowie roku (wykres 3.2.3). W systemie TARGET2-NBP realizowano średnio 9.329 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 1.163,2 tys. euro. Największy udział w rozrachunkach miały zlecenia transgraniczne, które stanowiły 80,3% wartości obrotów oraz 82,1% całkowitej liczby przetworzonych zleceń.

**Wykres 3.2.3.** Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie TARGET2-NBP w latach 2019-2022

Źródło: NBP.

W 2022 r. NBP przygotowywał polski komponent do zaplanowanej na listopad 2022 r. konsolidacji systemu TARGET2 i platformy T2S<sup>94</sup>, która decyzją Rady Prezesów EBC z 20 października 2022 r. została przesunięta na 20 marca 2023 r.<sup>95</sup> W systemach informatycznych NBP przeprowadzono liczne testy poprawności tworzonych rozwiązań. NBP był także odpowiedzialny za przygotowanie polskiego środowiska bankowego do zaplanowanej migracji, organizował i nadzorował testy funkcjonalności nowego systemu oraz monitorował gotowość uczestników do przejścia na ten system.

NBP jest uczestnikiem paneuropejskiej platformy TARGET2-Securities (T2S), która dla operacji w euro jest pod względem prawnym częścią systemu TARGET2 i służy do rozrachunku 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. Dotychczas operatorzy polskich centralnych depozytów papierów wartościowych, tj. KDPW i SKARBNET4, nie wyrazili zainteresowania przystąpieniem tych systemów do platformy T2S.

### 3.2.2. Systemy płatności detalicznych

#### System Elixir

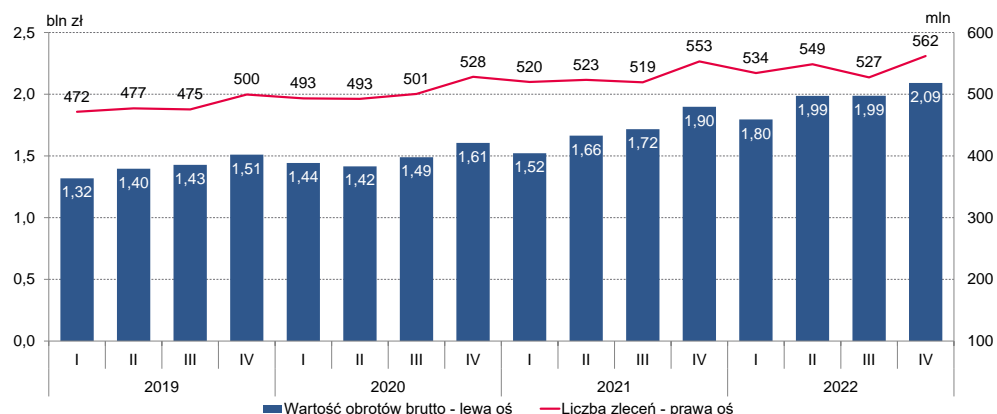
Wynikające ze zleceń klientów rozliczenia międzybankowe w złotych przeprowadzane są za pośrednictwem KIR w systemie Elixir. Na koniec 2022 r. bezpośrednimi uczestnikami wymiany

<sup>94</sup> Połączenie to polega na centralizacji i harmonizacji zbliżonych funkcji wykorzystywanych w różnych obszarach biznesowych systemu TARGET2 i platformy T2S. Zaplanowano m.in. oddzielenie operacji z bankiem centralnym od rozrachunku płatności, umożliwienie rozrachunku płatności nominowanych w euro i w innych walutach oraz uniezależnienie systemu od jednego dostawcy usług sieciowych. Więcej informacji na temat tej konsolidacji na stronie internetowej ECB: <https://www.ecb.europa.eu/paym/target/consolidation/html/index.en.html>.

<sup>95</sup> Powodem takiej decyzji były zastrzeżenia EBC dotyczące zarówno przygotowania i stabilności środowiska testowego nowego systemu TARGET, jak i gotowości uczestników systemu do migracji. Więcej informacji na stronie internetowej ECB: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr221020-432ea01228.en.html>

zleceń płatniczych w tym systemie było: 37 banków krajowych (o jeden podmiot mniej niż na koniec 2021 r.), NBP oraz KSKOK. Od kilku lat w systemie Elixir systematycznie rośnie wartość i liczba przetwarzanych zleceń. W porównaniu z 2021 r. zwiększyły się one o, odpowiednio, 15,6% i 2,7% (wykres 3.2.4). W 2022 r. średnio rozliczano 8,7 mln zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 3 620 zł.

**Wykres 3.2.4.** Wartość i liczba zleceń w systemie Elixir w kolejnych kwartałach w latach 2019-2022

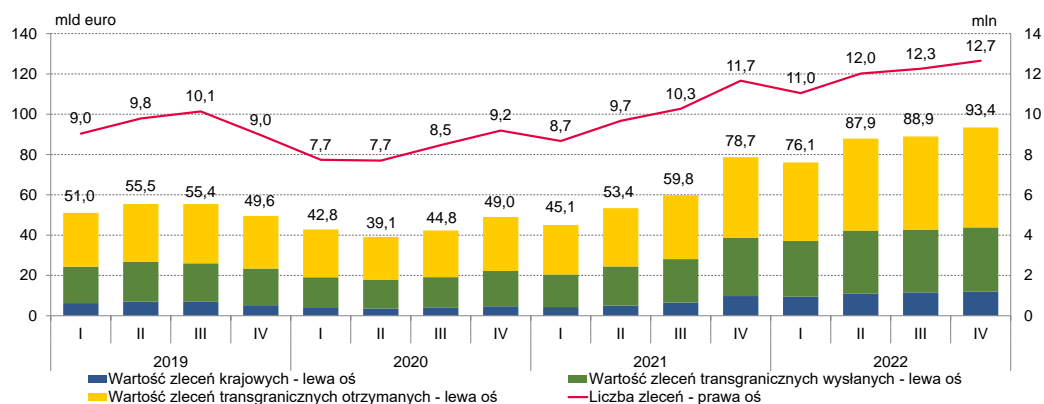


Źródło: NBP.

### System Euro Elixir

Na koniec 2022 r. uczestnikami systemu Euro Elixir, przeznaczonego do realizacji krajowych i transgranicznych detalicznych zleceń płatniczych w euro, było 16 banków oraz NBP. W analizowanym okresie nastąpił istotny wzrost zarówno wartości obrotów, jak i liczby przetworzonych zleceń, odpowiednio, o 46,1% i 19,1% (wykres 3.2.5). Przeciętnie realizowano w nim 186,7 tys. zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 7 218 euro.

**Wykres 3.2.5.** Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie Euro Elixir w latach 2019-2022



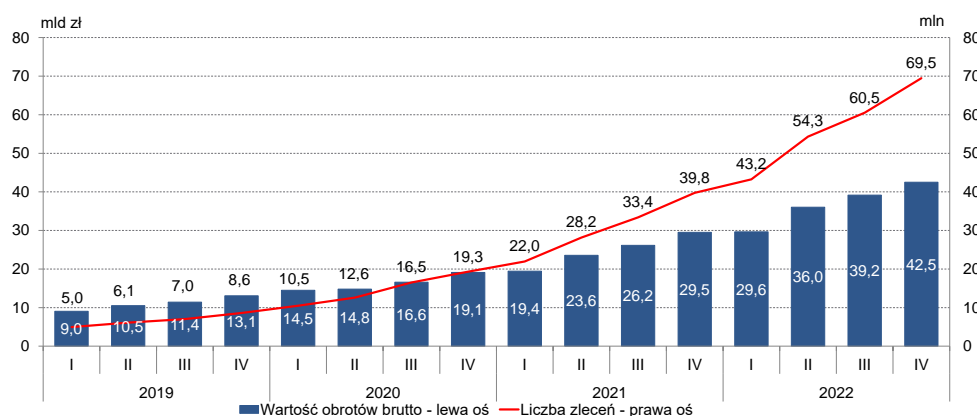
Źródło: NBP.

### System Express Elixir

System Express Elixir, którego operatorem jest KIR, realizuje zlecenia płatnicze klientów banków w złotych w trybie natychmiastowym, przez 24 godziny na dobę przez 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 2022 r. uczestnikami systemu Express Elixir było 18 banków (o jeden podmiot mniej niż na koniec 2021 r.) oraz NBP.

W porównaniu z 2021 r. liczba zleceń przetworzonych w Express Elixir zwiększyła się o 84,6%, a ich wartość o 49,3% (wykres 3.2.6). W systemie Express Elixir przeciętnie realizowano ponad 623,5 tys. zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła około 647 zł.

**Wykres 3.2.6.** Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie Express Elixir w latach 2019-2022



Źródło: NBP.

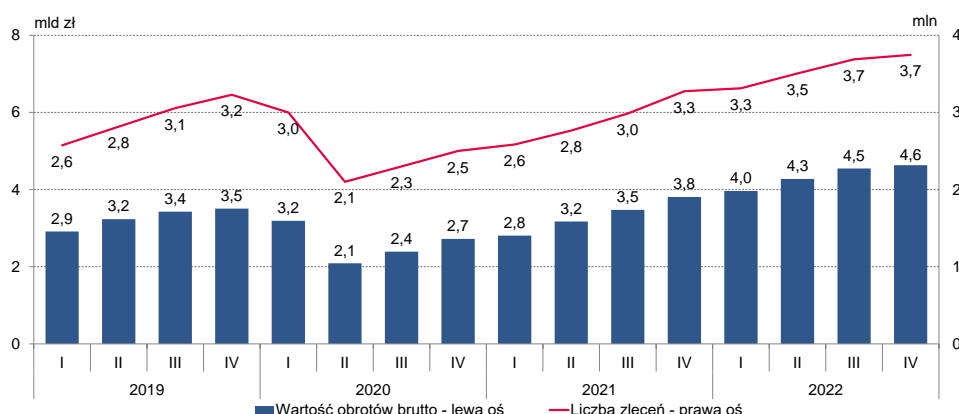
### System BlueCash

System płatności BlueCash, którego operatorem jest spółka Blue Media, umożliwia natychmiastową i nieograniczoną czasowo realizację krajowych transakcji płatniczych w formie polecenia przelewu w złotych. Na koniec 2022 r. uczestnikami tego systemu były 93 banki, w tym 87 banków spółdzielczych (o 8 banków spółdzielczych mniej niż rok wcześniej), a także spółka Blue Media. 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 2022 r. wartość i liczba zleceń obsługiwanych w systemie BlueCash wzrosły, odpowiednio, o 31,4% i 22,8% (wykres 3.2.7). Realizowano w nim przeciętnie 39,0 tys. zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 1 222 zł. Około 72,5% wszystkich operacji zostało dokonanych między jego uczestnikami, natomiast pozostałe płatności były wysyłane przez uczestników systemu do podmiotów współpracujących.



**Wykres 3.2.7.** Kwartalna wartość obrotów brutto i liczba zleceń w systemie BlueCash w latach 2019-2022



Źródło: NBP.

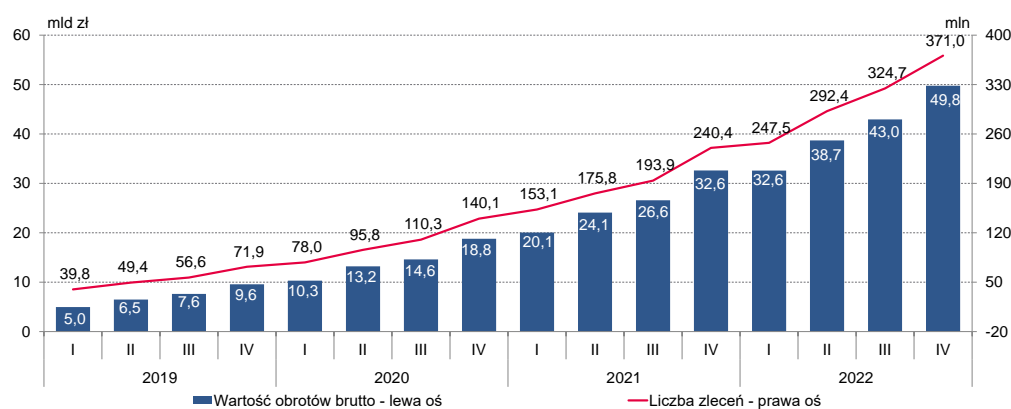
### System BLIK

System płatności mobilnych BLIK, którego operatorem jest Polski Standard Płatności, 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 (od lipca 2021 r.). System BLIK pozwala także na wypłatę gotówki z bankomatów przy użyciu wspomnianych 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 2022 r. uczestnikami systemu BLIK było 19 banków krajowych (o 2 podmioty więcej niż na koniec 2021 r.) a liczba użytkowników posiadających aplikację mobilną BLIK wyniosła 25,9 mln (wzrost o 4,3 mln).

W 2022 r. wzrosła zarówno liczba, jak i wartość zleceń przetwarzanych w systemie BLIK, odpowiednio o 58,7% i 61,9% (wykres 3.2.8). W 2022 r. przeciętnie realizowano 3,4 mln zleceń dziennie (więcej o 61,9% niż w 2021 r.), a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 133 zł. Największe znaczenie miały płatności internetowe 714,2 mln (54,4% wartości oraz 57,8% liczby wszystkich zleceń). Coraz bardziej popularne były dokonywane między użytkownikami systemu BLIK przelewy na numer telefonu (19,7% liczby wszystkich transakcji). Płatności w terminalach były trzecią pod względem liczebności kategorią transakcji realizowanych w systemie (18,4%). Udostępniona przez BLIK w III kwartale 2021 r. płatności zbliżeniowe w terminalach (bez konieczności użycia kodu) szybko stała się powszechnie wykorzystywana przez klientów.

Polacy chętnie korzystają z udostępnianych przez BLIK nowych form usług płatniczych, o czym świadczy odnotowany w 2022 r. ponad 2,5-krotny wzrost liczby płatności w terminach. Silnie, bo 2-krotnie zwiększyła się także liczba płatności P2P (*person-to-person*), czyli transakcji przesłania środków na telefon odbiorcy z wykorzystaniem aplikacji mobilnej BLIK. Potwierdza to wskazany wcześniej wzrost liczby transakcji w systemie Express Elixir, w którym realizowane są takie płatności P2P.

**Wykres 3.2.8.** Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie BLIK w latach 2018-2021



Źródło: NBP.

### Krajowy System Rozliczeń (KSR)

Prowadzony przez spółkę Fiserv Polska (wcześniej First Data Polska) 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*<sup>96</sup>. Ostateczny rozrachunek zleceń rozliczanych w KSR następuje w systemie SORBNET2, przy udziale agenta rozrachunkowego, którym jest jeden z banków komercyjnych. Na koniec 2022 r. uczestnikami systemu KSR było 8 banków (o jeden podmiot mniej niż rok wcześniej).

System KSR obsługuje zarówno dokonane kartą transakcje bezgotówkowe (płatności w terminalach POS, w tym towarzyszące wypłacie sklepowej – *cash back* oraz płatności internetowe), jak i gotówkowe (m.in. wypłaty gotówki z bankomatów, w sklepach). W 2022 r. w systemie tym przetworzono 49,0 mln zleceń o wartości 15,0 mld zł. W porównaniu z rokiem poprzedzającym liczba zleceń była mniejsza o 4,4%, natomiast ich wartość wzrosła o 9,2%.

Liczbowo przeważały płatności w terminalu, których było 33,1 mln (67,5% wszystkich transakcji). Wypłaty w bankomacie dominowały pod względem wartości (81,8% wartości wszystkich transakcji). Średnio dziennie realizowano ponad 134,2 tys. transakcji, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 306 zł.

<sup>96</sup> 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.

### 3.2.3. Dostawcy usług płatniczych

Zgodnie z przepisami ustawy o usługach płatniczych<sup>97</sup>, usługi płatnicze mogą być świadczone wyłącznie przez dostawców usług płatniczych, do których zalicza się m.in.: banki krajowe, SKOK-i, instytucje płatnicze, instytucje pieniądza elektronicznego, biura usług płatniczych, małe instytucje płatnicze i dostawców świadczący wyłącznie usługę dostępu do informacji o rachunku. Na koniec 2022 r. w Polsce funkcjonowało 30 banków komercyjnych wykonujących usługi płatnicze, BGK oraz 496 banków spółdzielczych. Do prowadzonego przez KNF rejestru dostawców usług płatniczych wpisanych było: 19 SKOK-ów, 42 krajowe instytucje płatnicze, 1 instytucja pieniądza elektronicznego, 1 193 biur usług płatniczych i 149 małych instytucji płatniczych. Natomiast w rejestrze dostawców świadczących wyłącznie usługę dostępu do informacji o rachunku zarejestrowanych było 15 podmiotów.

Inną kategorią podmiotów funkcjonujących na polskim rynku usług płatniczych są instytucje pośredniczące w przekazach transgranicznych. Na podstawie danych przekazanych do NBP przez 32 tego typu podmioty, w 2022 r. odnotowano 908 tys. transakcji wysłanych o łącznej wartości 20,6 mld zł (wzrost o 64,8% w porównaniu z 2021 r.). Równocześnie w tym okresie zrealizowano 1,5 mln transakcji otrzymanych o łącznej wartości 23,9 mld zł (wzrost o 73,2%).

### 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 NBP wynika, że polskie społeczeństwo korzysta z różnych metod płatności, wśród których najbardziej rozpowszechnionymi 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 płatności gotówkowe tracą na znaczeniu, a Polacy coraz chętniej korzystają z kart płatniczych. W codziennych transakcjach realizowanych w stacjonarnych sklepach i punktach usługowych (pod względem liczby i wartości transakcji) przeważają płatności kartowe<sup>98</sup>. Jednocześnie w sytuacjach wzrostu niepewności w gospodarce, takich jak wybuch pandemii Covid-19, agresja zbrojna Rosji na Ukrainę, Polacy gwałtownie i znacznie zwiększają zapotrzebowanie na gotówkę.

W 2022 r. w obiegu było 44,5 mln kart płatniczych (tabela 3.2.2). Liczba transakcji dokonanych kartami wyniosła 9,1 mld (wzrost o 16,4% w porównaniu do 2021 r.). Wartość transakcji dokonanych kartami osiągnęła 1 096,7 mld zł (wzrost o 17,2%). Udział transakcji bezgotówkowych

---

<sup>97</sup> Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (tekst jednolity Dz.U. 2011 r. Nr 199 poz. 1175).

<sup>98</sup> *Zwyczajne płatnicze w Polsce w 2020 r.*, Warszawa, grudzień 2021 r., NBP, dokument dostępny na stronie internetowej NBP: [https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/zwyczajne\\_platnicze\\_Polakow\\_2020p.pdf](https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/zwyczajne_platnicze_Polakow_2020p.pdf).

w ogólnej liczbie transakcji kartami płatniczymi zwiększył się w 2022 r. do rekordowych 94,2%, natomiast w ogólnej wartości do 55,6% (w 2021 r. wynosił 52,7%).

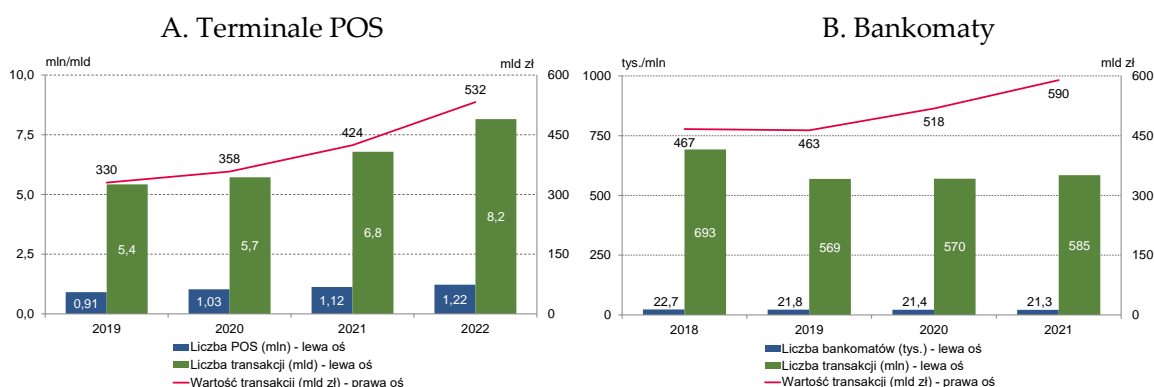
**Tabela 3.2.2.** Liczba wydanych w Polsce kart płatniczych oraz liczba i wartość transakcji dokonanych tymi kartami w latach 2019-2022

Wyszczególnienie	Jednostka	2019	2020	2021	2022
Liczba kart płatniczych	mln	43,0	43,7	43,3	44,5
Liczba kart zbliżeniowych	mln	37,3	38,4	40,2	41,6
Udział w ogólnej liczbie kart	%	86,7	87,8	92,9	93,5
Liczba transakcji dokonanych za pomocą kart	mld	6,4	6,6	7,8	9,1
Wartość transakcji dokonanych za pomocą kart	mld zł	796,4	814,9	936,0	1 096,7

Źródło: NBP.

Na rynku krajowym bardzo popularne są płatności dokonywane kartami z funkcją zbliżeniową. Na koniec 2022 r. w obiegu było 41,6 mln takich kart, co stanowiło 93,5% wszystkich kart płatniczych (wskaźnik ten systematycznie wzrasta w ostatnich latach). Udział transakcji zbliżeniowych w ogólnej liczbie bezgotówkowych transakcji dokonanych przy użyciu kart na terytorium Polski wyniósł 96,6%. Wartość płatności kartami zbliżeniowymi stanowiła 92,6% ogólnej wartości bezgotówkowych transakcji zrealizowanych przy użyciu kart wydanych w Polsce. Wskaźniki te były najwyższe w historii krajowego systemu płatniczego. 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). Od marca 2020 r. limit kwoty dla pojedynczej transakcji zbliżeniowej dokonywanej bez użycia kodu PIN wynosi 100 zł.

**Wykres 3.2.9.** Liczba urządzeń oraz roczna liczba i wartość transakcji dokonanych kartami za pośrednictwem terminali POS i bankomatów w latach 2019-2022



Źródło: NBP.

Liczba bankomatów i recyclerów w Polsce na koniec 2022 r. wyniosła 21 310. W porównaniu z końcem 2021 r. tych urządzeń było mniej o 86 (wykres 3.2.9). Jest to związane z rosnącymi kosztami ich utrzymywania przez operatorów. Szukanie przychodów, które równoważyłyby rosnące koszty,

przekłada się na negatywne zjawisko limitowania kwot jednorazowych wypłat z bankomatów. Opłata dla operatora jest bowiem naliczana od każdej operacji. Liczba wypłat gotówkowych z bankomatu w 2022 r. wzrosła o 1,2% do 494,4 mln, a ich wartość o 10,7% do 379,1 mld zł. Średnia wartość pojedynczej transakcji wypłaty gotówki z bankomatu wyniosła 767 zł. Była 12-krotnie większa niż średnia wartość pojedynczej transakcji bezgotówkowej dokonanej kartą (66 zł).

Liczba terminali akceptujących płatności dokonywane przy użyciu kart wyniosła na koniec 2022 r. ponad 1 221 tys. (wzrost o 8,7% w porównaniu z 2021 r.). W 2022 r. w Polsce przeprowadzono w terminalach 8,2 mld transakcji bezgotówkowych na kwotę 532,2 mld zł. W porównaniu z 2021 r. było to więcej o, odpowiednio, 20,1% i 25,6%. Średnio dziennie dokonywano 1,46 mld transakcji bezgotówkowych, a wartość pojedynczej transakcji wynosiła średnio 65 zł. Wpływ na rozwój sieci akceptacji płatności bezgotówkowych oraz ich upowszechnianie miało wprowadzenie od 1 stycznia 2022 r. obowiązku przyjmowania przez przedsiębiorców płatności bezgotówkowych<sup>99</sup>, ale też realizacja Programu Wsparcia Obrotu Bezgotówkowego, mającego na celu rozwój sieci akceptacji płatności bezgotówkowych w Polsce. W ramach tego programu przedsiębiorcy oraz podmioty sektora publicznego otrzymują przez pewien okres finansowanie dla instalowanych terminali płatniczych<sup>100</sup>.

### 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 podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej GPW: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółki od niej zależne – BondSpot.

Z kolei infrastrukturę potransakcyjną stanowią organizowane przez grupę kapitałową KDPW oraz NBP systemy rozliczeń i rozrachunku transakcji instrumentami finansowymi. W 2022 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.

---

<sup>99</sup> Art. 19a Ustawy z dnia 6 marca 2018 r. Prawo przedsiębiorców (Dz. U. z 2021 poz. 162).

<sup>100</sup> Więcej o zasadach funkcjonowania programu i jego efektach na stronie Polska Bezgotówkowa: <https://polskabezgotowkowa.pl/o-fundacji>

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 na rynku OTC oraz 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 regulowanym<sup>101</sup>.

Ważnymi elementami infrastruktury potransakcyjnej w Polsce są również prowadzone przez KDPW repozytorium transakcji (KDPW\_TR) oraz Rejestr Zobowiązań Emitentów, a także wpisani do rejestru ESMA administratorzy wskaźników referencyjnych. Spółka GPW Benchmark pełni funkcję administratora indeksów giełdowych i wskaźników referencyjnych stopy procentowej, w tym WIBOR, który w 2022 r. był stosowany m.in. w większości nominowanych w złotych kredytów, transakcji pochodnych stopy procentowej oraz instrumentów dłużnych o zmiennym kuponie odsetkowym. Instytut Rynku Finansowego jest natomiast administratorem Wskaźnika Kosztu Finansowania<sup>102</sup>.

### 3.3.1. Infrastruktura transakcyjna

#### Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

W 2022 r. GPW była operatorem:

- Głównego Rynku GPW (rynek regulowany), na którym były notowane: akcje, prawa do akcji (PDA), certyfikaty inwestycyjne, tytuły uczestnictwa funduszy ETF (*exchange traded fund*), 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 Catalyst<sup>103</sup> (rynek regulowanego oraz ASO), na których notowane były obligacje: skarbowe, komunalne, własne BGK oraz emitowane przez BGK na rzecz KFD i Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, EBI, emitowane przez PFR na rzecz rządowego programu Tarcz Finansowych, przedsiębiorstw i banków, w tym banków spółdzielczych, oraz listy zastawne,

<sup>101</sup> Podmiot ten prowadzi funkcjonujący pod nazwą IRGiT SRF system rozliczeń i rozrachunku transakcji instrumentami finansowymi. W 2022 r. w systemie tym nie przetworzono żadnej transakcji wspomnianymi instrumentami.

<sup>102</sup> Jest to indeks reprezentujący koszt pozyskania przez banki spółdzielcze środków na rynku transakcji depozytowych. Na mocy zezwolenia KNF udzielonego Instytutowi Rynku Finansowego indeks ten może być stosowany jako wskaźnik referencyjny w rozumieniu rozporządzenia BMR.

<sup>103</sup> 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).



- uruchomionego 4 listopada 2022 r. rynku GlobalConnect, na którym notowane były akcje spółek zagranicznych.

Na koniec 2022 r. uczestnikami Głównego Rynku GPW były 44 instytucje finansowe (23 krajowe firmy inwestycyjne i 21 podmiotów zagranicznych). Status członka rynku NewConnect posiadało 27 instytucji (21 krajowych podmiotów prowadzących działalność maklerską i 6 zagranicznych instytucji finansowych). Uczestnikami rynku regulowanego platformy Catalyst były natomiast 43 podmioty, a rynku ASO – 19. Uczestnikami nowego rynku GlobalConnect było 25 podmiotów, w tym 23 krajowe. W 2022 r. do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje ośmiu nowych spółek, które przeszły z rynku NewConnect, oraz duże wtórne oferty publiczne (Secondary Public Offering, SPO), nowe kontrakty terminowe na akcje jednej spółki, tytuły uczestnictwa w jednym nowym funduszu ETF. Na rynek NewConnect wprowadzono akcje szesnastu nowych spółek, a na GlobalConnect notowane były akcje pięciu spółek. Liczba produktów strukturyzowanych spadła o 8%, a obroty tymi produktami wzrosły o 5%.

W analizowanym okresie GPW kontynuowała budowę autorskiego systemu transakcyjnego WATS (Warsaw Automated Trading System), który zgodnie z planem GPW ma w I kwartale 2024 r. zastąpić dotychczas wykorzystywany system UTP (Universal Trading Platform)<sup>104</sup>. W lipcu 2022 r. domom maklerskim oraz dostawcom oprogramowania udostępnione zostało środowisko testowe wspomnianego rozwiązania technologicznego GPW.

W 2022 r. rozpoczął działalność w formule ASO rynek GlobalConnect, tj. rynek akcji spółek zagranicznych o wysokiej kapitalizacji i dużej płynności, notowanych na giełdach papierów wartościowych w Europie Zachodniej i Stanach Zjednoczonych. W pierwszym etapie na tym rynku dostępne były akcje pięciu spółek z rynku niemieckiego, które zostały wprowadzone do obrotu przez animatora rynku i zarejestrowane w KDPW. Notowania na GlobalConnect odbywały się w godzinach sesji giełdowej na GPW w złotych, co dawało inwestorom pewność ceny, po której nabywali akcje. Zlecenia można było składać przez rachunek w krajowej firmie inwestycyjnej posiadającej dostęp do nowego rynku.

Ponadto GPW w 2022 r. sfinalizowała zakup 65% akcji Armenia Securities Exchange. Przejęcie to było elementem realizacji Strategii GPW2022<sup>105</sup>.

### **BondSpot**

W 2022 r. spółka BondSpot prowadziła 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

---

<sup>104</sup> Szerzej na temat nowego systemu transakcyjnego GPW w *Sprawozdaniu Zarządu z działalności Jednostki Dominującej i Grupy Kapitałowej Giełdy Papierów Wartościowych S.A. za 2022 r.*, Warszawa, marzec 2023 r., dokument dostępny na stronie internetowej GPW: [https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/raporty/R2022/PL/Sprawozdanie\\_Zarzadu\\_dzialalnosc\\_GK\\_GPW\\_2022.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/raporty/R2022/PL/Sprawozdanie_Zarzadu_dzialalnosc_GK_GPW_2022.pdf).

<sup>105</sup> Dokument dostępny na stronie: [https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/RI/Prezentacja\\_strategii\\_GPW2022\\_pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/RI/Prezentacja_strategii_GPW2022_pdf).



integralną częścią prowadzonego przez Ministra Finansów systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW);

- hurtowych segmentów platformy obrotu papierami dłużnymi Catalyst (ryнку regulowanego, na którym odbywał się obrót obligacjami skarbowymi, komunalnymi, przedsiębiorstw, BGK emitowanymi na rzecz KFD oraz hipotecznymi listami zastawnymi, jak również ASO, w którym notowane były obligacje przedsiębiorstw i banków oraz listy zastawne publiczne).

W 2022 r. uczestnikami platformy TBSP było 25 podmiotów, w tym BFG oraz 11 banków mających status DSPW. Na platformie tej działało bezpośrednio 8 zagranicznych instytucji finansowych. Na koniec grudnia uczestnikami rynku regulowanego BondSpot było 6 instytucji (5 banków i dom maklerski), a uczestnikami ASO – 7 podmiotów (2 krajowe domy maklerskie i 5 banków).

W analizowanym okresie kontynuowano prace nad projektem *All-to-All*, którego głównym celem jest zwiększenie wartości realizowanych na rynkach prowadzonych przez BondSpot transakcji przez rozszerzenie kategorii uczestników rynku o inwestorów instytucjonalnych. Ma to zapewnić tym podmiotom bezpośredni udział w obrocie na rynku kasowym i transakcji warunkowych (*repo* i *SBB*) z wykorzystaniem możliwości kierowania tych operacji do rozliczenia w CCP. Projekt zakłada także uruchomienie nowego rynku w formule ASO, na którym byłby wykorzystywany system transakcyjny WATS dostarczony przez GPW. Interesariuszami projektu mają być banki działające na rynku TBSP oraz inwestorzy instytucjonalni i domy maklerskie, a także podmioty pełniące funkcję uczestników rozliczających dla podmiotów niebędących członkami izby rozliczeniowej KDPW\_CCP. Uruchomienie projektu *All-to-All* planowane jest po zastąpieniu dotychczasowego systemu transakcyjnego UTP systemem WATS.

### 3.3.2. Infrastruktura potransakcyjna

#### Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

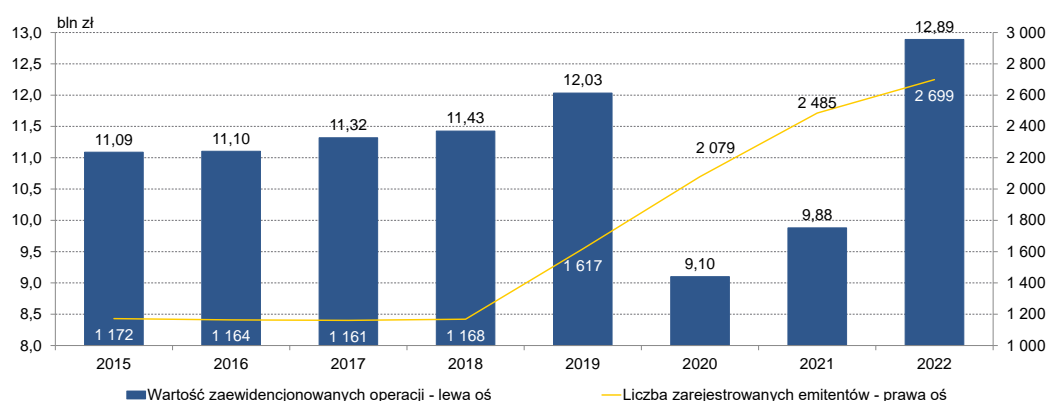
KDPW działa jako centralny depozyt papierów wartościowych w rozumieniu rozporządzenia CSDR. Na mocy otrzymanej w marcu 2020 r. autoryzacji może świadczyć usługi podstawowe, tj. rejestrację papierów wartościowych, prowadzenie kont papierów wartościowych oraz dokonywanie rozrachunku transakcji tymi papierami, a także niektóre niebankowe usługi pomocnicze<sup>106</sup>. Wspomniane operacje depozytowo-rozrachunkowe są realizowane w systemie informatycznym `kdpw_stream`.

---

<sup>106</sup> 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\\_csds\\_register\\_-\\_art\\_21.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-11635_csds_register_-_art_21.pdf).

Według stanu na koniec 2022 r. status bezpośredniego uczestnika KDPW miały 82 podmioty. Liczba zarejestrowanych emitentów wyniosła 2 699, w tym 95 to emitenci zagraniczni. Liczba emitentów krajowych wzrosła z 2 392 do 2 604. Wartość operacji zaewidencjonowanych w prowadzonym przez KDPW systemie rozrachunku papierów wartościowych w 2022 r. wyniosła prawie 13 bln złotych i była o 30,5% większa niż w 2021 r. (wykres 3.3.1). Wzrost ten wynikał głównie z większej wartości transakcji warunkowych (głównie SBB) zabezpieczonych obligacjami skarbowymi.

**Wykres 3.3.1.** Wartość zaewidencjonowanych operacji i liczba zarejestrowanych emitentów w KDPW w latach 2015–2022



Uwagi: wartości prezentowane dla lat 2015–2019 dotyczą operacji zleconych (w tym nieprzeprowadzonych w zamierzonej dacie rozrachunku).

Źródło: KDPW.

Na koniec grudnia 2022 r. KDPW posiadał 20 połączeń operacyjnych z zagranicznymi odpowiednikami – 7 bezpośrednich i 13 zapewniających dostęp do instytucji depozytowych za pośrednictwem dwóch międzynarodowych centralnych depozytów oraz jednego banku powierniczego. W analizowanym okresie KDPW podpisał umowę o utworzeniu bezpośredniego połączenia z National Depository of Ukraine.

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 omawianym okresie nadano 6 930 nowych kodów ISIN, a liczba aktywnych kodów wyniosła 12 029. Ponadto KDPW był uprawniony do nadawania kodów LEI (*legal entity identifier*), tj. unikatowych w skali międzynarodowej kodów, które jednoznacznie identyfikują podmioty gospodarcze zawierające transakcje instrumentami finansowymi. W 2022 r. KDPW nadał 2 579 nowych kodów LEI, natomiast liczba kodów, którymi zarządzał, wyniosła 28 613. KDPW świadczył również usługę tzw. zatwierdzonego mechanizmu sprawozdawczego (*Approved Reporting Mechanism, ARM*), która umożliwia podmiotom maklerskim raportowanie danych o transakcjach instrumentami finansowymi. Liczba transakcji przekazywanych za pośrednictwem KDPW w 2022 r. wyniosła 186,8 mln (o 51,9 mln więcej niż w 2021 r.). Od 1 stycznia 2022 r. w związku z wejściem w życie

przepisów znowelizowanego rozporządzenia MiFIR KDPW jako podmiot świadczący usługę ARM podlega nadzorowi ESMA.

KDPW w 2022 r. oferował 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.

W 2022 r. kontynuowano prace związane z dostosowaniem KDPW do nowego systemu TARGET-NBP, który miałby połączyć usługi aktualnie oferowane przez dwa systemy: TARGET2-NBP (rozrachunek pieniężny w euro) i platformę TARGET2-Securities (rozrachunek papierów wartościowych). System TARGET-NBP będzie krajowym komponentem systemu TARGET, prowadzonego przez EBC. Podstawowym celem konsolidacji jest scentralizowanie i harmonizacja podobnych funkcji, które są wykorzystywane w różnych obszarach biznesowych, i w konsekwencji ograniczenie kosztów, zwiększenie wydajności, ujednoczenie i usprawnienie funkcjonowania systemu. Dodatkowo, w nowym systemie TARGET planuje się umożliwienie rozrachunku także w innych walutach niż euro oraz korzystanie z ofert różnych dostawców usług sieciowych.

W związku z korzystaniem przez uczestników KDPW\_CCP z funkcjonalności nettingu w papierach wartościowych istotnie zmalała liczba instrukcji rozrachunku kierowanych do systemu depozytowego KDPW w stosunku do liczby transakcji zawieranych na tym rynku. W konsekwencji znacznie (o 21,6% w porównaniu z 2021 r.) spadła także liczba instrukcji rozrachunku na rynku zorganizowanym, objętym prowadzonym przez KDPW\_CCP systemem zabezpieczania płynności rozliczeń.

Od lutego 2022 r. KDPW wdrożył nową funkcjonalność w systemie depozytowym, polegającą na automatyzacji obsługi kar pieniężnych za nieterminowy rozrachunek. Funkcjonalność ta jest wynikiem dostosowania wewnętrznych regulacji KDPW do wymogów rozporządzenia CSDR i regulacyjnych standardów technicznych dotyczących dyscypliny rozrachunku. Mając na uwadze odroczenie do 2 listopada 2025 r. wymogu stosowania przepisów odnoszących się do obowiązkowego zakupu na otwartym rynku (transakcji *buy-in*)<sup>107</sup>, KDPW nie wprowadził wymogu raportowania wspomnianych transakcji przez uczestników.

Nowym elementem procesu rejestracji papierów wartościowych, wprowadzonym w 2022 r., była weryfikacja emitenta oraz rejestrowanych papierów wartościowych pod kątem sankcji nałożonych na obywateli Rosji i Białorusi w związku z dokonaną przez Rosję agresją na Ukrainę. Miało to związek ze stosowaniem środków bezpieczeństwa finansowego w odniesieniu do transakcji

---

<sup>107</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1930 z dnia 6 lipca 2022 r. zmieniające regulacyjne standardy techniczne określone w rozporządzeniu delegowanym (UE) 2018/1229 w odniesieniu do daty rozpoczęcia stosowania dotyczących systemu zakupu na otwartym rynku (Dz. Urz. UE L266 z 2022 r., s. 1).

z podmiotami z siedzibą lub miejscem zamieszkania na terytorium Federacji Rosyjskiej i Białorusi, jak również z podmiotami kontrolowanymi przez osoby mające miejsce zamieszkania lub posiadające obywatelstwo tych państw.

W 2022 r. KDPW, w związku z uruchomieniem rynku Global Connect na GPW, rozpoczął rejestrowanie akcji zagranicznych emitentów bez zawierania z nimi umowy na podstawie wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu na tym rynku. Papiery wartościowe, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do ASO bez zgody ich emitenta, mogą bowiem zostać zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych prowadzonym przez KDPW bez konieczności zawierania umowy, o ile zostały one zarejestrowane w zagranicznym autoryzowanym centralnym depozycie papierów wartościowych, a KDPW utworzył z nim połączenie operacyjne<sup>108</sup>.

### **KDPW\_TR**

W 2022 r. na obszarze UE działały cztery repozytoria transakcji, a udział KDPW\_TR w tym rynku wynosił 15% (dla nowych transakcji). Na koniec analizowanego okresu uczestnikami prowadzonego przez KDPW repozytorium transakcji były 273 podmioty z 15 krajów. Przekazywali oni raporty w imieniu ponad 32 tys. kontrahentów, w większości podmiotów z Polski. Kontynuowany był wzrost liczby zagranicznych uczestników i kontrahentów (o ponad 30% w porównaniu z 2021 r.). Przekazywane raporty obejmowały transakcje instrumentami nominowanymi w 46 walutach. Pod względem ich wartości nominalnej przeważały instrumenty nominowane w rupiach indyjskich (38%), dolarach amerykańskich (23%), euro (15%) i złotych (12%).

Dostęp do KDPW\_TR miały 42 organy nadzoru z państw członkowskich UE, w tym ESMA, EBC, krajowe organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym oraz banki centralne. W analizowanym okresie KDPW dostosowywał system repozytorium transakcji, w którym gromadzone są informacje o transakcjach pochodnych, do wytycznych ESMA w zakresie wymogów odnoszących się do struktur komunikatów stosowanych przez portal TRACE. Celem tych działań było ułatwienie przetwarzania wspomnianych informacji, które są przekazywane do tego portalu i za jego pośrednictwem udostępniane organom nadzoru i bankom centralnym, co powinno przyczynić się do poprawy jakości danych.

KDPW świadczy również usługę polegającą na przyjmowaniu od uczestników rynku raportów dotyczących transakcji finansujących, w których jako zabezpieczenie wykorzystywane są papiery

---

<sup>108</sup> Umożliwia to art. 5 ust. 5a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 646 z późn. zm.).

wartościowe. Usługa ta umożliwiła kontrahentom zawierającym takie transakcje wywiązywanie się z nałożonego przez rozporządzenie SFTR<sup>109</sup> obowiązku ich raportowania.

### KDPW\_CCP

W 2022 r. KDPW\_CCP, autoryzowany zgodnie z rozporządzeniem EMIR kontrahent centralny, oferował rozliczanie:

- transakcji nominowanymi w złotych następującymi instrumentami finansowymi znajdującymi się w obrocie zorganizowanym: akcjami, prawami do akcji (PDA), prawami poboru, certyfikatami inwestycyjnymi, obligacjami skarbowymi (transakcje *outright*), obligacjami nieskarbowymi, listami zastawnymi, tytułami uczestnictwa funduszy ETF, 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;
- nominowanych w złotych i w euro transakcji pochodnych FRA, IRS, OIS i *basis swap*;
- zawieranych na rynku OTC i na rynku zorganizowanym nominowanych w złotych transakcji *outright* obligacjami skarbowymi i transakcji *repo* zabezpieczonych tymi papierami dłużnymi, w tym (od kwietnia 2022 r.) zawieranych na TBSP.

Ponadto KDPW\_CCP od października 2019 r. jest uprawniony do prowadzenia rozliczeń i rozrachunku (w euro) zawartych na rynku pierwotnym transakcji sprzedaży uprawnień do emisji dwutlenku węgla EUA/EUAA. W 2022 r. nie rozliczono takich transakcji, bowiem Towarowa Giełda Energii nie została wpisana do wykazu platform aukcyjnych w załączniku do rozporządzenia KE nr 1031/2010<sup>110</sup>.

W 2022 r. KDPW\_CCP rozliczył 33,7 mln transakcji zawartych na rynkach kasowych prowadzonych przez GPW i BondSpot (mniej o 2,8% niż w poprzednim roku). Duża zmienność cen akcji, m.in. w związku z dokonaną przez Rosję agresją na Ukrainę, przełożyła się na wzrost liczby transakcji zawartych na rynku terminowym GPW o 6,0 mln (tj. więcej o 38,3% w porównaniu z 2021 r.). Inwestorzy wykorzystywali instrumenty pochodne głównie do zajmowania pozycji względem oczekiwanych zmian cen akcji. Ponadto izba przyjęła do rozliczenia 1 974 transakcje nominowanymi w złotych instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej (przede wszystkim IRS i *basis swap*, a w dalszej kolejności FRA) o wartości nominalnej 243 mld zł.

<sup>109</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L337 z 2015 r., s. 1 z późn. zm.).

<sup>110</sup> Rozporządzenie Komisji (UE) 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 alternatywnym systemie obrotu prowadzonym przez GPW i w alternatywnym systemie obrotu prowadzonym przez BondSpot;
- fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych poza obrotem zorganizowanym (tj. transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej i transakcji *repo* zabezpieczonych obligacjami skarbowymi);
- fundusz zabezpieczający pożyczki na zlecenie.

Na koniec 2022 r. uczestnikami rozliczającymi KDPW\_CCP wnoszącymi wpłaty do pierwszego z wymienionych funduszy było 27 podmiotów. W rozliczaniu transakcji zawieranych w alternatywnych systemach obrotu prowadzonych przez GPW i BondSpot uczestniczyło 26 instytucji finansowych. Wpłaty do funduszu zabezpieczającego rozliczanie transakcji OTC wносило 12 podmiotów. Z kolei w funduszu zabezpieczającym rozliczanie pożyczek na zlecenie nie było środków, bowiem do końca 2022 r. żadna instytucja nie złożyła deklaracji przystąpienia do tego funduszu.

25 kwietnia 2022 r. KDPW\_CCP uruchomił usługę rozliczania transakcji warunkowych (*repo*) zabezpieczonych obligacjami skarbowymi (z wyłączeniem obligacji indeksowanych), zawieranych na rynku TBSP. Zrealizowano tym samym jeden z postulatów Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego przygotowanej przez Ministerstwo Finansów w 2019 r.<sup>111</sup> W 2022 r. rozliczono 653 wspomniane transakcje o wartości ponad 34 mld zł. Świadczenie tej usługi może przyczynić się do ograniczenia ryzyka kredytowego kontrahenta w transakcjach *repo* i wspierać rozwój tego istotnego dla systemu finansowego segmentu rynku pieniężnego.

W 2022 r. na podstawie zezwolenia KNF i ESMA wprowadzono zmiany w zasadach obliczania depozytów zabezpieczających. W przypadku rynku zorganizowanego polegały one na wprowadzeniu dodatkowych komponentów na pokrycie ryzyka korelacji (WWR – *wrong way risk*) oraz ryzyka płynności i koncentracji (LCR – *liquidity and concentration risk*). Od kwietnia 2022 r. zmieniono także model obliczania depozytów zabezpieczających dla rynku OTC z historycznego VaR na *expected shortfall*, który lepiej się sprawdza w warunkach dużej zmienności cen instrumentów finansowych. Wprowadzenie nowego modelu miało na celu m.in. ograniczenie procykliczności i poprawę oszacowań potencjalnych strat w przypadku występowania skrajnych zmian cen na rynku instrumentów pochodnych.

---

<sup>111</sup> Uchwała nr 14 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, dokument dostępny na stronie: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WMP20190001027/O/M20191027.pdf>.



## SKARBNET4

System SKARBNET4 prowadzony przez NBP obsługuje rozliczanie i rozrachunek transakcji bonami skarbowymi (w tym zawieranymi na platformie TBSP) oraz bonami pieniężnymi emitowanymi przez NBP, 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 2022 r. uczestnikami systemu SKARBNET4 było 38 podmiotów (37 banków 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 2022 r. w systemie tym nie przetworzono żadnej transakcji bonami skarbowymi, bowiem Ministerstwo Finansów nie przeprowadzało w tym okresie emisji wspomnianych instrumentów.

**Tabela 3.3.1.** Liczba i wartość zarejestrowanych w SKARBNET4 transakcji bonami skarbowymi i bonami pieniężnymi w latach 2019–2022

	Liczba transakcji (w tys.)				Wartość transakcji (w mld zł)			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
Bony skarbowe	0,0	1,0	0,1	0,0	0,0	165,9	20,7	0,0
Bony pieniężne	0,3	0,3	0,3	0,3	5 028,4	8 162,6	12 242,0	7 087,7

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

Źródło: NBP.

W lutym 2022 r. weszła w życie nowelizacja Regulaminu SKARBNET4, wprowadzająca zmiany wynikające z wymogów regulacji UE dotyczących dyscypliny rozrachunku. Nowe przepisy przewidują dwa rodzaje sankcji w przypadku nieprzeprowadzenia rozrachunku operacji na bonach skarbowych lub bonach pieniężnych NBP: kary pieniężne i zawieszenie uczestnika. Z kolei w grudniu 2022 r., w związku ze zmianą przepisów UE dotyczących wejścia w życie procedury obowiązkowego zakupu papierów wartościowych na otwartym rynku (*buy-in*), wprowadzono zmiany we wspomnianym regulaminie, polegające na przesunięciu do 2 listopada 2025 r. terminu stosowania procedury *buy-in* w przypadku nieprzeprowadzenia rozrachunku transakcji. Wspomniane odroczenie może nie mieć istotnego znaczenia dla uczestników systemu SKARBNET4 ze względu na krótkie terminy zapadalności bonów pieniężnych<sup>112</sup>.

## GPW Benchmark

GPW Benchmark, spółka zależna GPW, jest administratorem wskaźników stóp procentowych

<sup>112</sup> Szerzej w opracowaniu *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w II półroczu 2022 roku*, NBP, Warszawa, kwiecień 2023 r., s. 36, materiał dostępny na stronie internetowej NBP, <https://nbp.pl/system-platniczy/dane-i-analizy/ocena-funkcjonowania-systemu-platniczego/>.



w rozumieniu rozporządzenia BMR. W maju 2022 r. na stronie tej spółki opublikowany został dokument konsultacyjny „Transakcyjne Wskaźniki Referencyjne Stopy Procentowej”. Przedstawiono w nim wyniki analiz mających na celu ułatwienie wyboru optymalnego indeksu, który mógłby pełnić funkcję wskaźnika alternatywnego dla wskaźników WIBOR i WIBID, oraz dobór parametrów do metody jego opracowywania<sup>113</sup>. W tym samym czasie rozpoczęła się regularna publikacja indeksów jednodniowych WIRD (którego nazwę zmieniono później na WIRON<sup>114</sup>), WIRF oraz WRR w wersji testowej. 1 sierpnia 2022 r. spółka opublikowała wyniki konsultacji publicznych i rozpoczęła publikację indeksów terminowych wyznaczanych na predefiniowane terminy 1M, 3M oraz 6M jako procent składany z indeksów WIRD (później WIRON), WIRF oraz WRR, a także indeksów jednopodstawowych, umożliwiających wyznaczenie stawki składanej na dowolny okres, na podstawie wspomnianych indeksów jednodniowych. Po wyborze przez Komitet Sterujący Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych we wrześniu 2022 r. indeksu WIRON jako alternatywnego wskaźnika stopy procentowej<sup>115</sup> GPW Benchmark dopracowała metodykę jego wyznaczania i w grudniu 2022 r. opublikowała dokumentację indeksu stopy procentowej WIRON oraz rodziny indeksów składanych WIRON, w tym regulaminy ich wyznaczania oraz oświadczenia administratora (*benchmark statements*)<sup>116</sup>. Umożliwiło to stosowanie tych indeksów w umowach i instrumentach finansowych jako wskaźników referencyjnych w rozumieniu rozporządzenia BMR.

GPW Benchmark jest także administratorem wskaźników rynku kapitałowego. W 2022 r. spółka przeprowadziła konsultacje publiczne dotyczące zmiany metody opracowywania indeksów giełdowych mWIG40 oraz sWIG80<sup>117</sup>, która byłaby w jej ocenie istotną zmianą wskaźnika (w rozumieniu art. 28 ust. 2 rozporządzenia BMR), a następnie wprowadziła zmiany do Regulaminu Rodziny Indeksów Giełdowych. Zmiany te obejmowały m.in.:

- wprowadzenie zasady tzw. „szybkiej ścieżki” wejścia do indeksów mWIG40 oraz sWIG80 dla dużych spółek debiutujących na Głównym Rynku GPW<sup>118</sup>,

---

<sup>113</sup> Dokument konsultacyjny dostępny pod adresem: [https://gpwbenchmark.pl/aktualnosc\\_czytaj?cmn\\_id=1798&title=Dokument+Konsultacyjny+%E2%80%9ETransakcyjne+Wska%C5%BAniki+Referencyjne+Stopy+Procentowej%E2%80%9D](https://gpwbenchmark.pl/aktualnosc_czytaj?cmn_id=1798&title=Dokument+Konsultacyjny+%E2%80%9ETransakcyjne+Wska%C5%BAniki+Referencyjne+Stopy+Procentowej%E2%80%9D).

<sup>114</sup> W trakcie prac Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych podjęto decyzję o zmianie nazwy indeksu WIRD na WIRON (Warsaw Interest Rate Overnight), która lepiej oddaje charakter wskaźnika wyznaczonego na podstawie danych o transakcjach O/N.

<sup>115</sup> Komunikat o wyborze optymalnego wskaźnika alternatywnego dostępny pod adresem: [https://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/Wskazniki\\_referencyjne/aktualnosc?articleId=79459&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosc?articleId=79459&p_id=18).

<sup>116</sup> Dokumentacja indeksu stopy procentowej WIRON oraz indeksów składanych WIRON dostępna pod adresem: <https://gpwbenchmark.pl/dokumentacja-indeksow-transakcyjnych>.

<sup>117</sup> Dokument konsultacyjny dostępny pod adresem: [https://gpwbenchmark.pl/aktualnosc\\_czytaj?cmn\\_id=1709&title=GPW+Benchmark+rozpoczyna+konsultacje+publiczne+istotnej+zmiiany+w+metodzie+opracowywania+niekt%C3%B3rych+Indeks%C3%B3w+Gie%C5%82dowych](https://gpwbenchmark.pl/aktualnosc_czytaj?cmn_id=1709&title=GPW+Benchmark+rozpoczyna+konsultacje+publiczne+istotnej+zmiiany+w+metodzie+opracowywania+niekt%C3%B3rych+Indeks%C3%B3w+Gie%C5%82dowych).

<sup>118</sup> W przypadku indeksów mWIG40 oraz sWIG80 nadzwyczajną korektę listy uczestników indeksu można przeprowadzić w ramach tzw. „szybkiej ścieżki”, tj. wpisania na listę uczestników indeksu nowo wprowadzanej do obrotu giełdowego spółki, jeśli wartość jej akcji w wolnym obrocie w dniu pierwszego notowania stanowi co najmniej, odpowiednio, 2,5% lub 1,25% wartości kapitalizacji portfela indeksu na sesji w tym dniu.

- wprowadzenie zasady kwalifikacji spółek do listy rezerwowej WIG20, zakładającej, że na listę rezerwową indeksu nie mogłaby się zakwalifikować spółka, która w rankingu kapitalizacji znajduje się na pozycji niższej niż 40.,
- ustalenie minimalnej liczby instrumentów uczestniczących w portfelach wszystkich indeksów,
- doprecyzowanie zapisów dotyczących miesięcznego wskaźnika obrotu,
- modyfikację zapisów dotyczących wcześniejszego informowania o nadzwyczajnych zmianach w indeksach,
- przesunięcie terminu kwalifikacji spółek debiutujących do indeksów WIG, WIG-Poland oraz indeksów sektorowych (z 3 do 7 sesji z uwzględnieniem utrzymania odpowiednich kryteriów).

Ponadto w październiku 2022 r. GPW Benchmark poinformowała o powołaniu Rodziny Indeksów Obligacji Skarbowych, w skład której wchodzi TBSP.Index oraz pięć nowych indeksów obligacji skarbowych uwzględniających portfele papierów dłużnych z różnymi terminami do wykupu. Indeksy te mają odzwierciedlać tendencje na organizowanym przez BondSpot hurtowym rynku obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu oraz zerokuponowych obligacji skarbowych.

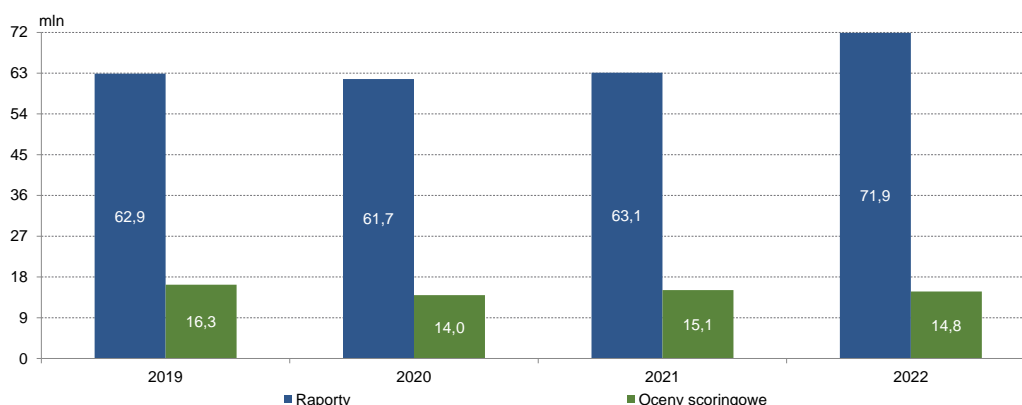
### 3.4. Instytucje zwiększające przejrzystość informacyjną

#### Biuro Informacji Kredytowej

W 2022 r. w systemie wymiany informacji BIK, w którym są gromadzone, przetwarzane i dystrybuowane dane o historii kredytowej klientów, uczestniczyło 39 banków komercyjnych i banków zrzeszających banki spółdzielcze, 497 banków spółdzielczych, 20 SKOK-ów, KSKOK oraz 118 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 13,9% w porównaniu z 2021 r. (wykres 3.4.1), co było związane m.in. z nasileniem akcji marketingowej oraz wprowadzeniem oferty produktów BIK w bankowości elektronicznej jednego z największych banków. 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 16,1% raportów dotyczących klientów indywidualnych, a raporty monitorujące stan zobowiązań klienta wobec banku – 5,1%. Liczba wydanych ocen scoringowych nieznacznie (o 1,9%) spadła w porównaniu z 2021 r. w związku ze zmniejszeniem 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 2019–2022



Źródło: BIK.

Z kolei do systemu międzybankowej wymiany informacji o przedsiębiorcach (System Informacji BIK Przedsiębiorca) dane przekazywało 501 banków (o 4 mniej niż w 2021 r.) oraz 38 podmiotów spoza sektora instytucji kredytowych. Z danych BIK wynika, że liczba zapytań o raporty wzrosła z 7,4 mln w 2021 r. do 9,2 mln w 2022 r., co było efektem częstszego monitorowania przez banki bieżącej sytuacji kredytowej ich klientów. Na koniec grudnia 2022 r. w bazie BIK Przedsiębiorca znajdowało się 5,3 mln zbiorów informacji o rachunkach kredytowych przedsiębiorców, a liczba podmiotów, których dane zgromadzono w tym systemie, wyniosła 3,2 mln<sup>119</sup>.

### **Instytucje oceniające ryzyko inwestycyjne (agencje ratingowe)**

W 2022 r. oceny wiarygodności kredytowej nadawała na polskim rynku jedna agencja ratingowa, EuroRating sp. z o.o., oraz oddziały trzech agencji: Fitch Ratings Ireland, Moody’s Investors Service Limited i S&P Global Ratings Europe Limited. Agencja ratingowa EuroRating nadała oceny 50 podmiotom (16 bankom, 20 przedsiębiorstwom i 14 funduszom poręczeń kredytowych).

## **3.5. Systemy ochrony uczestników rynku**

Zgodnie z obowiązującymi przepisami BFG gwarantuje całość środków zgromadzonych przez deponenta na rachunku w banku krajowym albo w SKOK-u do równowartości w złotych 100 tys. euro. 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 2020 r., poz. 842 z późn. zm.).

<sup>119</sup> Liczba ta obejmuje: przedsiębiorstwa i rolników (występujących w roli głównych kredytobiorców, współkredytobiorców oraz przystępujących do długu), poręczycieli kredytów, dostawców zabezpieczeń kredytów, pełnomocników oraz osoby fizyczne reprezentujące przedsiębiorstwa.

Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny (UFG) zaspokaja roszczenia w przypadku ogłoszenia upadłości<sup>120</sup> zakładu ubezpieczeń, jeżeli nie pozwala na to majątek dłużnika. Z tytułu obowiązkowych umów ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych i obowiązkowych ubezpieczeń rolników i budynków rolniczych UFG pokrywa 100% wierzytelności, zaś z 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.

Celem funkcjonowania systemu rekompensat prowadzonego przez KDPW jest zrekompensowanie inwestorom, w sytuacji upadłości krajowego podmiotu maklerskiego (tj. domu maklerskiego lub banku prowadzącego działalność maklerską), wartości utraconych instrumentów finansowych zapisanych na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez te instytucje finansowe oraz zapewnienie wypłat środków pieniężnych zapisanych na rachunkach pieniężnych. W 2022 r. system ten funkcjonował na dotychczasowych zasadach.

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 wzorców umów określane są jako klauzule niedozwolone (abuzywne). Wspomniana decyzja Prezesa UOKiK po uprawomocnieniu jest skuteczna wobec wszystkich konsumentów, którzy zawarli z daną instytucją finansową umowę na podstawie wzorca zawierającego niedozwoloną klauzulę.

W odniesieniu do sektora bankowego w 2022 r. Prezes UOKiK wydał dwie takie decyzje. Zastrzeżenia organu ochrony konkurencji i konsumentów dotyczyły:

- nieprecyzyjnego brzmienia postanowień regulaminu wykonywania zleceń w obrocie instrumentami finansowymi na rynkach OTC co do możliwości zawieszenia przez bank oferowania danego instrumentu finansowego w sytuacji „niemożności” jego kwotowań,
- ograniczenia banku do dysponowania przez współposiadacza rachunku bankowego środkami pieniężnymi w przypadku śmierci drugiego współposiadacza.

Ponadto w 2022 r. Prezes UOKiK wydał jedną decyzję stwierdzającą stosowanie przez bank praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów. Zastrzeżenia te dotyczyły nieprzekazywania przez bank konsumentom dokonującym transakcji debetową kartą płatniczą

---

<sup>120</sup> Dotyczy to również przypadków oddalenia wniosku o ogłoszenie upadłości zakładu ubezpieczeń, umorzenia postępowania upadłościowego, przymusowej likwidacji wspomnianego podmiotu.

w walucie obcej informacji na temat kursu walutowego stosowanego przez wspomnianą instytucję finansową<sup>121</sup>.

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 2022 r. do Rzecznika Finansowego wpłynęło 8 819 wniosków dotyczących ubezpieczeń gospodarczych oraz 7 892 skargi na podmioty rynku bankowo-kapitałowego. Klienci instytucji finansowych skarżyli się m.in. na odmowę uznania roszczenia o odszkodowanie (z tytułu umów ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych) oraz opieszałość w wypłacie tych odszkodowań, nieprawidłowości w rozliczeniu kredytu konsumenckiego w przypadku wcześniejszej jego spłaty, brak zgody na restrukturyzację zadłużenia oraz na wprowadzające w błąd postanowienia w umowach o wspomniany kredyt. Skargi dotyczyły również stosowania klauzul abuzywnych w umowach kredytów mieszkaniowych w walutach obcych oraz odroczenia rat kapitałowo-odsetkowych przewidzianych w ustawie o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom<sup>122</sup>.

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 ich klientów, np. 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 a nadzorowanymi podmiotami rynku finansowego. W strukturze tego sądu działa centrum arbitrażu i centrum mediacji. W 2022 r. do wspomnianego sądu skierowano 20 554 wnioski, w tym 20 190 (18 190 w 2021 r.) dotyczyło postępowań mediacyjnych. Wzrost liczby wniosków odnoszących się do wspomnianych postępowań mógł być konsekwencją uruchomienia przez UKNF w październiku 2021 r. tzw. projektu polubownego rozwiązywania sporów dotyczących stosowania przez banki klauzul przeliczeniowych zawartych w umowach o kredyt hipoteczny udzielony w obcej walucie lub indeksowany do kursu waluty obcej.

---

<sup>121</sup> Decyzje Prezesa UOKiK są publikowane na stronie internetowej Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów: [https://decyzje.uokik.gov.pl/bp/dec\\_prez.nsf](https://decyzje.uokik.gov.pl/bp/dec_prez.nsf).

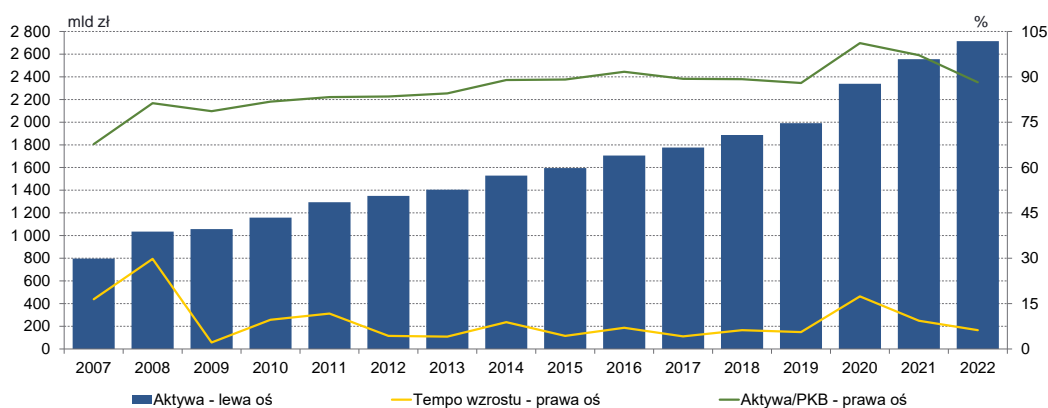
<sup>122</sup> Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz.U. z 2022 r., poz. 1488).

## 4. Instytucje finansowe

### 4.1. Banki

Tempo wzrostu aktywów sektora bankowego w 2022 r. kolejny raz spowolniło (do 6,2% r/r) i wróciło do średnich poziomów sprzed wybuchu pandemii Covid-19 (6,6%)<sup>123</sup>. Znacznie wyższa dynamika wzrostu nominalnego produktu krajowego brutto (17%) przyczyniła się do spadku relacji aktywów banków do PKB do 88,5% (wykres 4.1.1).

Wykres 4.1.1. Aktywa sektora bankowego w latach 2007-2022



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 nie przekraczała 1% aktywów sektora bankowego.

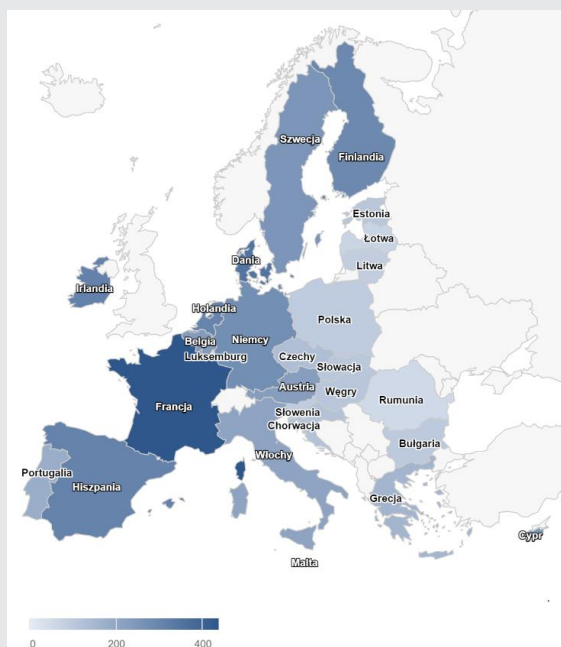
<sup>123</sup> Średnie roczne tempo wzrostu aktywów sektora bankowego w latach 2010-2019.



**Ramka 4.1.1.** Sektor bankowy w Polsce na tle sektorów bankowych w innych krajach UE<sup>1</sup>

Polski sektor bankowy należy do najmniejszych w UE pod względem relacji aktywów do PKB. Na koniec 2022 r. wskaźnik ten wynosił około 90% i był niższy od średnich w krajach UE i Europy Środkowo-Wschodniej (dalej: EŚW lub kraje regionu)<sup>2</sup>, wynoszących odpowiednio 274% i 97% (rysunek I). Struktura aktywów polskich banków charakteryzowała się najwyższym w UE udziałem dłużnych papierów wartościowych (27%), znacznie przekraczającym średnie (ważone) wartości w UE (10%) i EŚW (16%)<sup>3</sup> (rysunek II), jak również wysokim udziałem kredytów dla sektora niefinansowego (42%), zbliżonym do średniej w EŚW (46%) i wyższym niż średnio w UE (31%).

**Rysunek I.** Aktywa sektora bankowego w relacji do PKB w poszczególnych krajach UE na koniec 2022 r. (w proc.)



**Rysunek II.** Udział papierów dłużnych w aktywach sektora bankowego w poszczególnych krajach UE na koniec 2022 r. (w proc.)

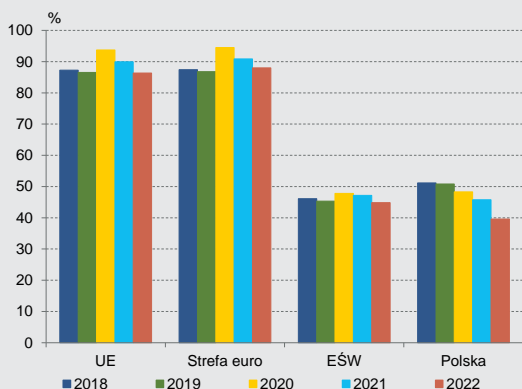


Źródło: opracowano na podstawie danych EBC

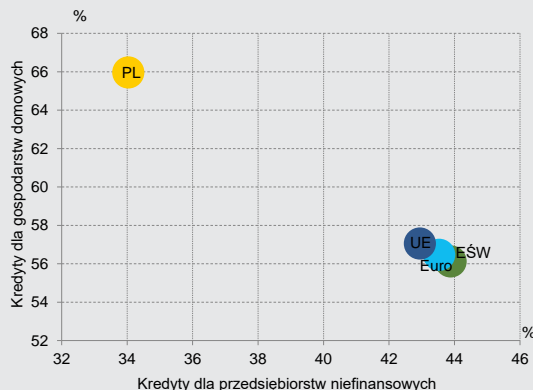
**Portfel kredytowy**

Chociaż udział kredytów dla sektora niefinansowego w aktywach sektora bankowego był wyższy niż średnio w UE, to wartość kredytów (w tym zwłaszcza dla przedsiębiorstw) w porównaniu do rozmiarów gospodarki była stosunkowo mała. Relacja kredytów do PKB plasowała Polskę znacznie poniżej średniej w UE i w EŚW (wykres I), a w 2022 r. wskaźnik ten malał szybciej niż w większości europejskich krajów (zarówno na skutek spowolnienia akcji kredytowej, jak i wysokiego wzrostu nominalnego PKB). Działalność kredytowa banków w Polsce, w większym stopniu niż w większości krajów UE, koncentrowała się na udzielaniu kredytów gospodarstwom domowym (wykres II). Mimo nieznacznego wzrostu na koniec 2022 r. udział kredytów dla przedsiębiorstw w portfelu kredytów dla sektora niefinansowego nadal utrzymywał się, obok Słowacji, na najniższym poziomie w UE.

**Wykres I.** Kredyty dla sektora niefinansowego w relacji do PKB w krajach UE na koniec lat 2018-2022



**Wykres II.** Struktura kredytów dla sektora niefinansowego w krajach UE na koniec 2022 r.

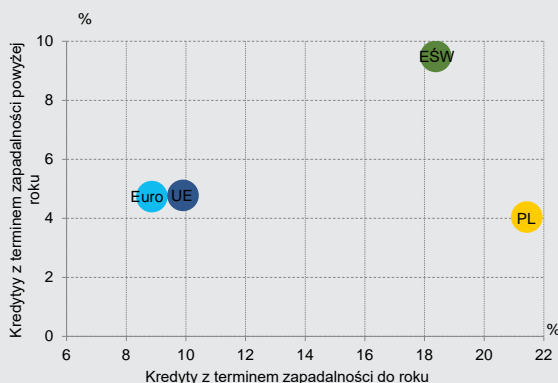


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych EBC.

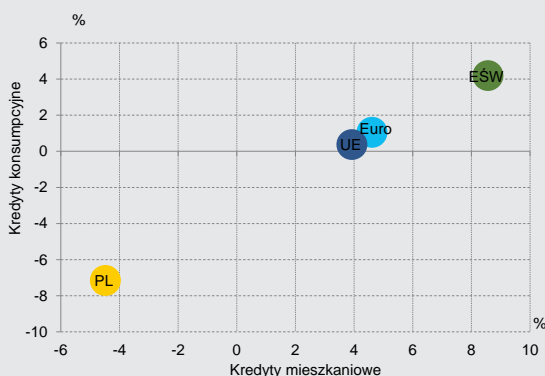
Znacznie wyższe tempo wzrostu finansowania przedsiębiorstw niefinansowych kredytami krótko- niż długoterminowymi wynikało m.in. z niepewności co do długoterminowych perspektyw rozwoju w kontekście wyzwań, przed jakimi stanęła gospodarka europejska (wykres III). Zróżnicowanie to najwyraźniej było zauważalne w Polsce i Rumunii, tj. w krajach graniczących z Ukrainą, w których w 2022 r. wystąpiły jedne z największych wzrostów stóp procentowych w UE (odpowiednio o 4,5 i 5 pkt. proc.).

Odmiennie niż w większości krajów UE, w Polsce w 2022 r. nastąpił spadek wartości kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych. Na tę zmianę wpłynęły uwarunkowania makroekonomiczne, w tym wzrost spadek stóp procentowych, skutkujące spadkiem popytu na kredyt ze strony gospodarstw domowych, a także czynniki regulacyjne<sup>4</sup> (wykres IV).

**Wykres III.** Roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw z terminem zapadalności do i powyżej roku w krajach UE w 2022 r.



**Wykres IV.** Roczne tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych w krajach UE w 2022 r.



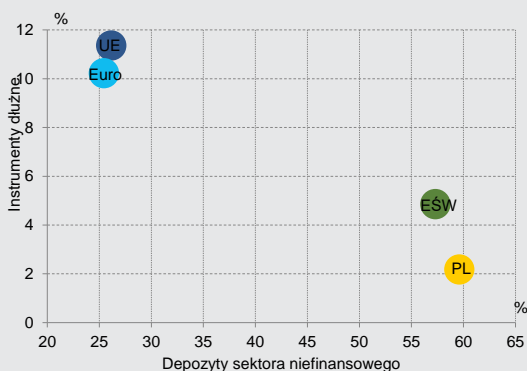
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych EBC.

### Finansowanie działalności

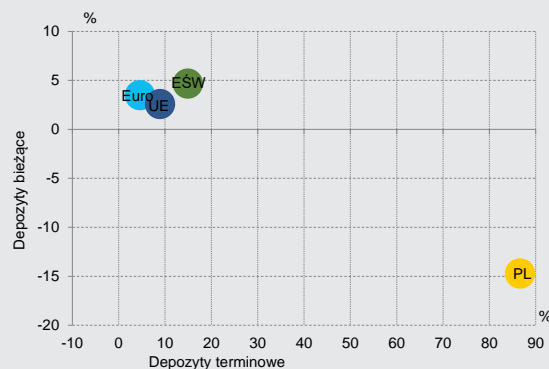
Struktura pasywów banków działających w Polsce była zbliżona do sektorów bankowych wielu państw, natomiast różniła się znacznie od banków z krajów strefy euro (wykres V) – przeważało finansowanie depozytami sektora niefinansowego, a udział zobowiązań z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych<sup>5</sup> w sumie bilansowej należał do najniższych w UE. Wspólnym wyzywaniem dla banków krajach Polsce i innych krajach regionu może być wyemitowanie dłużnych instrumentów finansowych wykorzystywanych dla spełnienia wymogu MREL.

Wraz ze wzrostem stóp procentowych w większości krajów UE istotnie zwiększyło się tempo wzrostu wartości depozytów terminowych (wykres VI). Najsilniej zmieniło to udział depozytów terminowych w depozytach gospodarstw domowych w Polsce (13 pp.), a także w innych krajach silnie zaostrzających politykę pieniężną, m.in. w Czechach (9 pp.) i Rumunii (5 pp.).

**Wykres V.** Udział depozytów i własnych instrumentów dłużnych w sumie bilansowej banków w krajach UE na koniec 2022 r.



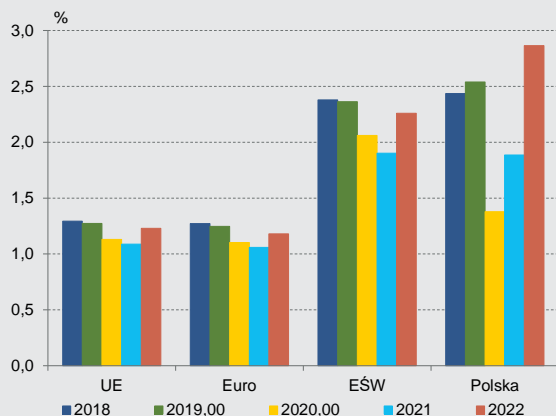
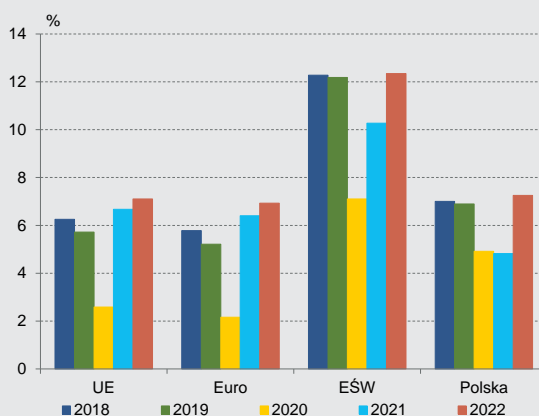
**Wykres VI.** Roczne tempo wzrostu depozytów bieżących i terminowych gospodarstw domowych w krajach UE w 2022 r.



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych EBC i NBP dotyczących wartości emisji instrumentów dłużnych.

### Wynik finansowy i zyskowność banków

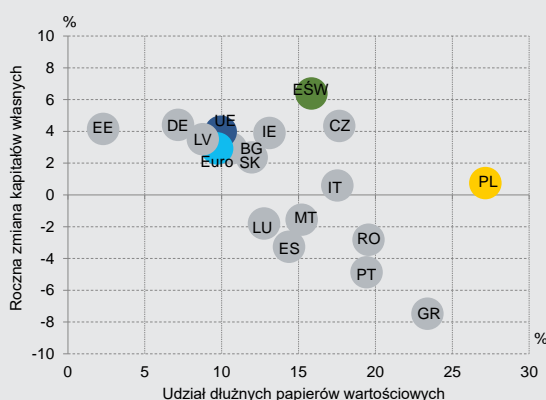
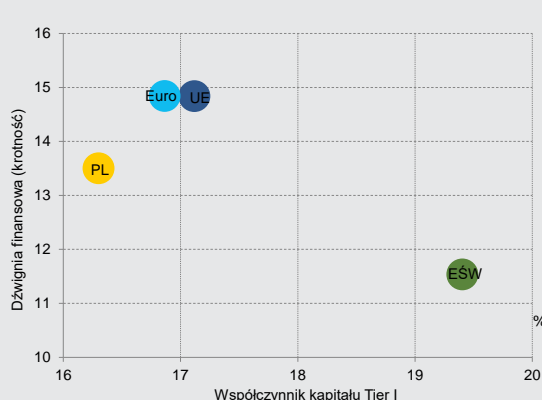
Głównymi czynnikami wpływającymi na zyskowność polskich banków w 2022 r. (znacznie silniej niż w innych europejskich bankach) były szybko rosnące stopy procentowe oraz wysokie odpisy na ryzyko prawne walutowych kredytów mieszkaniowych i wakacje kredytowe. Znacznie większy wzrost przychodów niż kosztów odsetkowych w relacji do aktywów pozwolił polskim bankom istotnie zwiększyć wynik odsetkowy netto. W 2022 r. relacja wyniku odsetkowego do aktywów stała się, obok Rumunii, najwyższa wśród krajów UE (wykres VII). Konieczność zawiązania wielomiliardowych rezerw z tytułu ryzyka prawnego mieszkaniowych kredytów walutowych oraz wakacje kredytowe znacznie ograniczyły skalę poprawy zyskowności polskich banków. Stopa zwrotu z kapitału banków w Polsce (7,3%) była najniższa wśród krajów ESW, ale porównywalna ze średnią w UE (wykres VIII).

**Wykres VII.** Wynik odsetkowy netto w relacji do aktywów banków w krajach UE na koniec 2022 r.**Wykres VIII.** Stopa zwrotu z kapitału własnego sektorów bankowych krajów UE na koniec 2022 r.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych EBC.

### Adekwatność kapitałowa

Udział dłużnych papierów wartościowych w aktywach polskiego sektora bankowego był znacznie wyższy niż w innych krajach UE (wykres IX). Wyposażenie kapitałowe sektora bankowego w Polsce mierzone współczynnikiem kapitału Tier I i dźwignią finansową było dobre i zbliżone do średnich w UE (wykres X). Wzrost kapitałów własnych polskich banków, uzyskany głównie dzięki zatrzymaniu zysków z lat ubiegłych, w latach 2021-2022 był ograniczony przez spadki wyceny instrumentów dłużnych wynikające ze wzrostu stóp procentowych.

**Wykres IX.** Udział instrumentów dłużnych w aktywach i roczny wzrost kapitałów własnych banków w krajach UE na koniec 2022 r.**Wykres X.** Współczynnik kapitału Tier I i dźwignia finansowa sektorów bankowych w krajach UE na koniec 2022 r.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych EBC.

<sup>1</sup> Porównania międzynarodowe wykonano na podstawie danych ze statystyki monetarnej EBC, z wyjątkiem wykresów VII, VIII, IX i X, wykonanych na podstawie danych skonsolidowanych, które 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.

2 Dla celów opracowania Europa Środkowo-Wschodnia 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 pokrywają się z grupami UE i strefa euro, jednak znacznie mniejsza wielkość sektorów bankowych w nowych krajach członkowskich powoduje, że nie wpływają one znacznie na zagregowane wyniki działalności sektora bankowego UE i strefy euro. Na koniec 2022 r. udział aktywów banków EŚW w sektorze UE wyniósł 2,7%, a aktywa nowych krajów członkowskich w aktywach strefy euro 0,7%.

3 W całym tekście ramki średnia w krajach strefy euro, UE i EŚW to średnia ważona aktywami sektora bankowego w danej grupie krajów.

4 M.in. wzrost wartości nadpłat i wcześniejszych spłat kredytów po wprowadzeniu wakacji kredytowych, czy też zwiększenie przez UKNF bufora na wzrost stopy procentowej do co najmniej 5 pp.

5 Dla Polski wartość emisji dłużnych papierów wartościowych po wyłączeniu emisji BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 i Funduszu Pomocy.

#### 4.1.1. Struktura aktywów banków

Należności od sektora niefinansowego tradycyjnie stanowiły największą kategorię aktywów sektora bankowego w 2022 r. (ok. 42%). Drugą co do wielkości pozycją były papiery wartościowe (ok. 30%) (tabela 4.1.1.).

**Tabela 4.1.1.** Aktywa sektora bankowego w latach 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>W mld zł</b>					
Kasa i operacje z bankiem centralnym	97,5	87,3	86,6	118,8	92,6
Należności od sektora finansowego <sup>1</sup>	165,6	177,1	173,8	205,4	284,7
Należności od sektora niefinansowego <sup>1</sup>	1 050,7	1 103,6	1 099,9	1 153,8	1 136,8
Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych <sup>1</sup>	87,5	88,3	94,2	94,1	96,7
Papiery wartościowe <sup>2</sup>	420,4	463,8	701,5	746,5	812,6
Instrumenty pochodne	13,9	16,0	31,6	40,3	56,4
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	21,4	27,2	27,9	27,5	27,3
Pozostałe aktywa	29,7	28,5	122,9	169,8	208,2
<b>Ogółem</b>	<b>1 886,7</b>	<b>1 991,8</b>	<b>2 338,4</b>	<b>2 556,2</b>	<b>2 715,3</b>
<b>W % sumy bilansowej</b>					
Kasa i operacje z bankiem centralnym	5,2	4,4	3,7	4,6	3,4
Należności od sektora finansowego <sup>1</sup>	8,8	8,9	7,4	8,0	10,5
Należności od sektora niefinansowego <sup>1</sup>	55,7	55,4	47,0	45,1	41,9
Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych <sup>1</sup>	4,6	4,4	4,0	3,7	3,6
Papiery wartościowe <sup>2</sup>	22,3	23,3	30,0	29,2	29,9
Instrumenty pochodne	0,7	0,8	1,4	1,6	2,1
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	1,1	1,4	1,2	1,1	1,0
Pozostałe aktywa	1,6	1,4	5,3	6,7	7,7

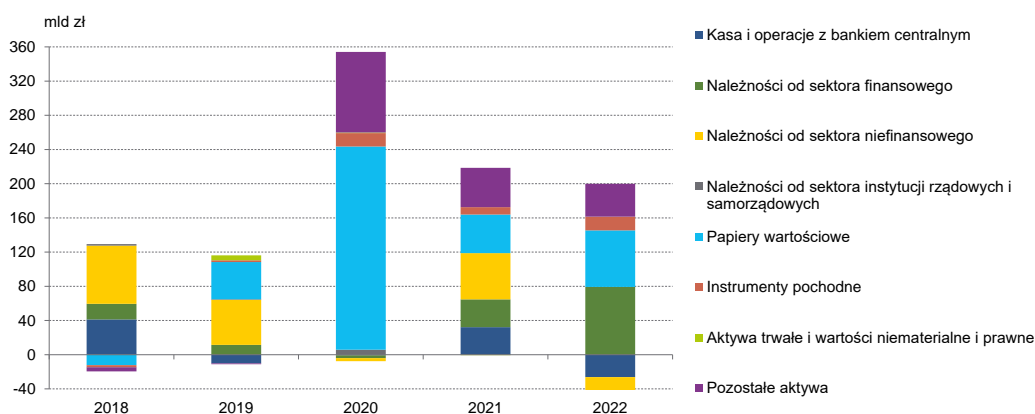
<sup>1</sup> Z wyłączeniem instrumentów dłużnych.

<sup>2</sup> Instrumenty dłużne i kapitałowe.

Źródło: NBP.

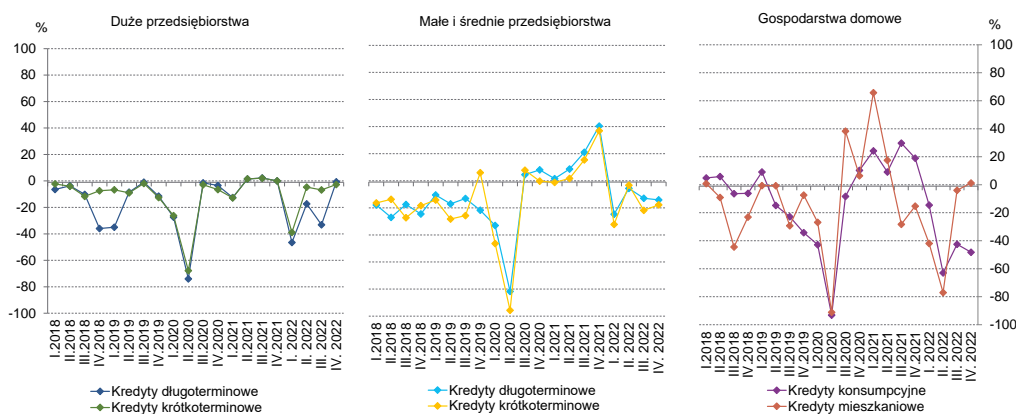
Skala wzrostu sumy bilansowej sektora bankowego w 2022 r. była niższa niż w roku poprzednim. Również zmiany w strukturze były istotnie różne i – wydaje się – niekorzystne z punktu widzenia finansowania gospodarki. Doszło bowiem do zmniejszenia wartości należności od sektora niefinansowego (spadek o 1,5% r/r). Jednocześnie wyraźnie zwiększyła się wartość należności od sektora finansowego (o ok. 39% r/r) i papierów wartościowych (o ok. 9% r/r). Należności od sektora finansowego miały największy udział w przyroście aktywów w 2022 r. (wykres 4.1.2.).

**Wykres 4.1.2.** Zmiany wartości aktywów sektora bankowego r/r, w latach 2018-2022



Źródło: NBP.

**Wykres 4.1.3.** Kryteria udzielania kredytów w latach 2018-2022



Uwaga: wykresy ukazują procent netto. Dodatnie wartości oznaczają złagodzenie polityki kredytowej w danym kwartale, natomiast wartości ujemne – jej zaostrzenie.

Źródło: „Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych”, NBP, edycja z lat 2018-2022.

Pogorszenie się perspektyw makroekonomicznych i wzrost stóp procentowych istotnie ograniczyły aktywność na rynku kredytowym w 2022 r. Banki zaostrzyły politykę kredytową, zwłaszcza w kredytach dla gospodarstw domowych (wykres 4.1.3.), a kredytobiorcy zgłaszali niższy popyt na kredyt.



Dynamika roczna kredytów mieszkaniowych stopniowo się obniżała i na koniec roku przybrała wartości ujemne (-1,5% r/r w przypadku kredytów złotych oraz -13,6% r/r w przypadku kredytów walutowych). W przypadku kredytów złotych zmniejszające się tempo wzrostu kredytów stanowiło główne efekt niskiego popytu wynikającego z utrzymywania się stosunkowo wysokich stóp procentowych, zaleceń UKNF wpływających na sposób wyliczania minimalnej zdolności kredytowej przez banki, a także z obaw gospodarstw domowych o własną sytuację ekonomiczną<sup>124</sup>. Od marca 2022 r. banki notowały stały spadek wartości udzielanych kredytów, przy wyraźnym spadku liczby wniosków o kredyt mieszkaniowy (wykres 4.1.5, lewy panel). W porównaniu do poprzednich lat, w 2022 r. wyraźnie wzrosła również wartość nadpłat i wcześniejszych spłat kredytów, co przyczyniło się do spowolnienia wzrostu kredytów (wykres 4.1.5, prawy panel). Wpływ na to zjawisko miał wzrost oprocentowania kredytów (większość portfela była oprocentowana według zmiennej stopy procentowej) oraz wprowadzone w połowie 2022 r. tzw. wakacje kredytowe (ramka 4.1.2). W przypadku kredytów walutowych ujemne tempo wzrostu wynikało z systematycznych spłat kredytów walutowych oraz ich konwersji na kredyty złote m.in. w wyniku zawieranych ugód z klientami i rozstrzygnięć sądowych<sup>125</sup>.

Z podobnych, głównie popytowych, przyczyn spadało roczne tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych w 2022 r., przyjmując pod koniec roku wartości ujemne (-2,9% r/r w grudniu 2022 r.). Jednocześnie jednak zwiększyła się roczna dynamika liczby kredytów gotówkowych na kwoty do 5 tys. zł. Świadczyć to może o potrzebie pozyskania dodatkowych środków na pokrycie kosztów życia.

Jedyną kategorią kredytów, która zwiększała swoją wartość w trakcie całego roku były kredyty dla przedsiębiorstw (wzrost o ok. 9% r/r w grudniu 2022 r.) (Wykres 4.1.4). Szczególnie wysokie było tempo wzrostu kredytów o charakterze bieżącym (w szczytowym momencie wynosiło ponad 36% r/r), m.in. ze względu na potrzebę sfinansowania zapasów i kapitału pracującego, jak również konieczność uzupełniania depozytów zabezpieczających transakcje pochodne na giełdach towarowych (*margin calls*) w związku ze wzrostem cen nośników energii i paliw. Zapotrzebowanie na taki kredyt zgłaszały głównie duże przedsiębiorstwa. Tempo wzrostu kredytów inwestycyjnych stopniowo zwiększało się w trakcie roku (z -1,4% r/r w styczniu do 7,7% r/r w grudniu 2022 r.). Działo się to pomimo wysokiej niepewności w otoczeniu gospodarczym i relatywnie niskiego odsetka firm aplikujących o finansowanie bankowe<sup>126</sup>.

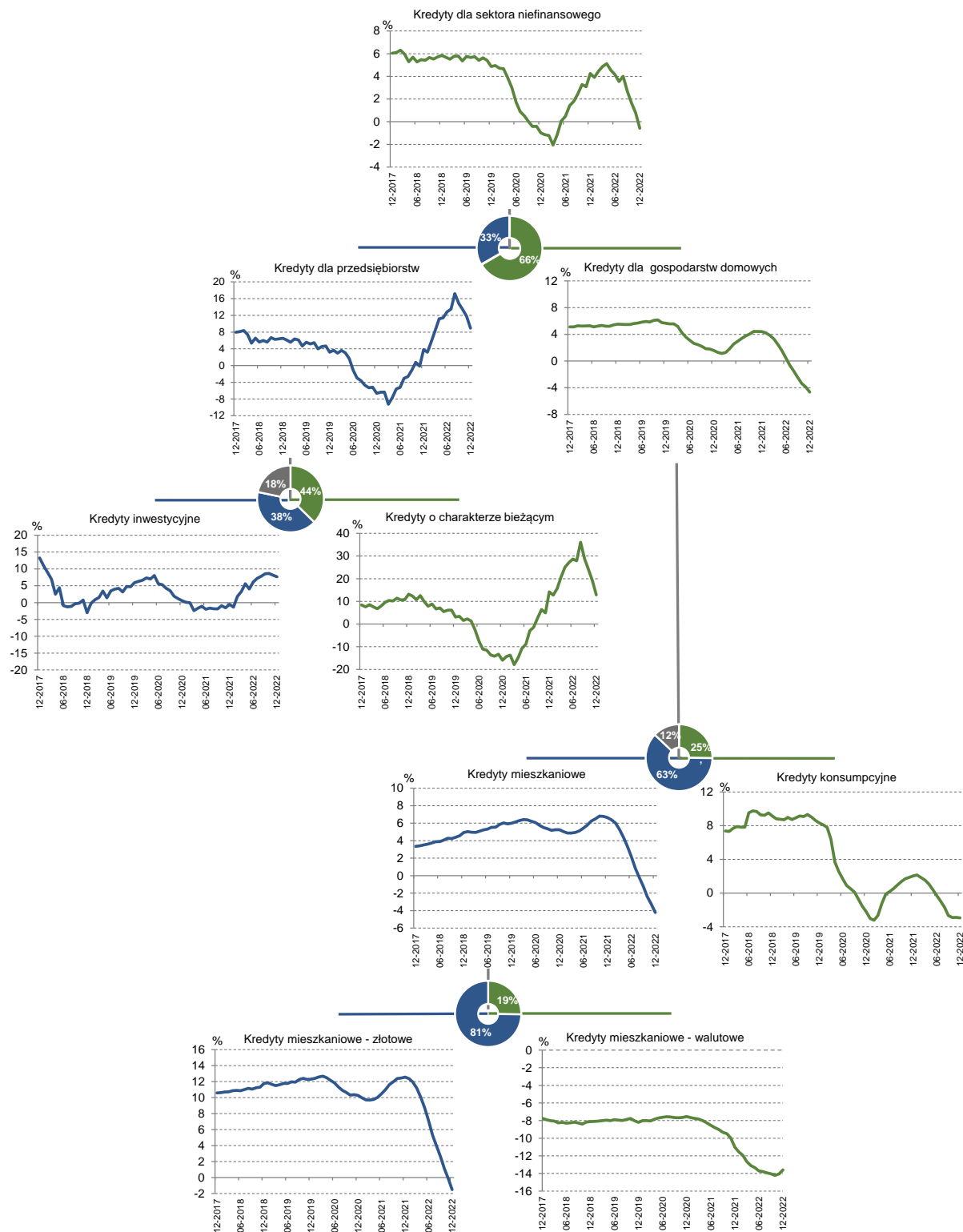
W wyniku opisanych wyżej procesów łączne tempo wzrostu kredytów dla podmiotów niefinansowych stopniowo malało w trakcie roku (z 4,2% w grudniu 2021 r. do -0,6% w grudniu 2022 r.), a wartość należności od sektora niefinansowego spadła r/r (o 17 mld zł).

<sup>124</sup> Średnie wskaźniki ufności konsumenckiej w 2022 r. wynosiły -39,8 w przypadku wskaźnika bieżącego i -29,5 w przypadku wyprzedzającego.

<sup>125</sup> Szerzej nt. ryzyka prawnego walutowych kredytów mieszkaniowych, w tym jego konsekwencji finansowych w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2023 r.”, NBP.

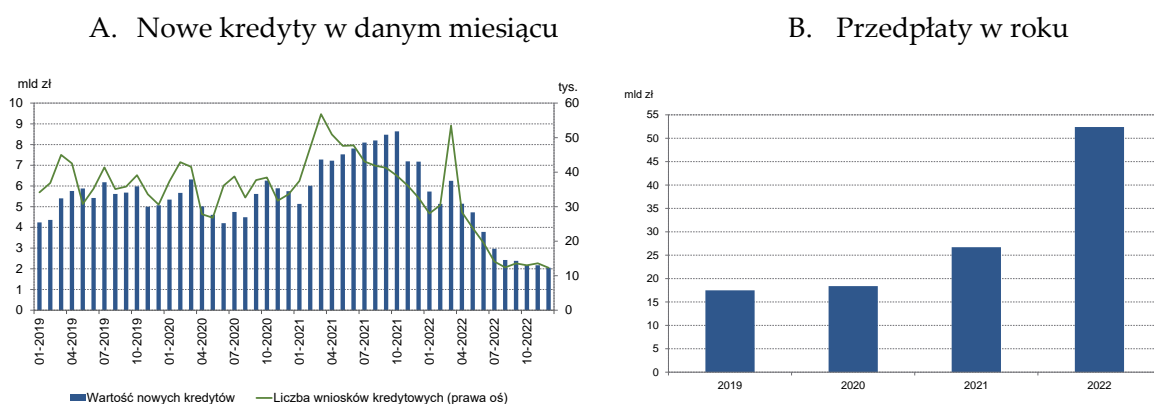
<sup>126</sup> „Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw”, nr 02/23 kwiecień 2023 r.

**Wykres 4.1.4.** Tempo zmian (r/r) wybranych kategorii kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2017-2022 oraz struktura wybranych kategorii na koniec 2022 r.



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

**Wykres 4.1.5.** Wartość nowych kredytów mieszkaniowych i liczba wniosków kredytowych (lewy panel) oraz kwota przedpłat (prawy panel), w latach 2019-2022



Uwagi: kredyty złotowe.

Przejściowy wzrost popytu w marcu 2022 r. można wiązać z perspektywą wejścia w życie do końca tego m-ca nowych zaleceń UKNF odnośnie do sposobu liczenia zdolności kredytowej<sup>127</sup>.

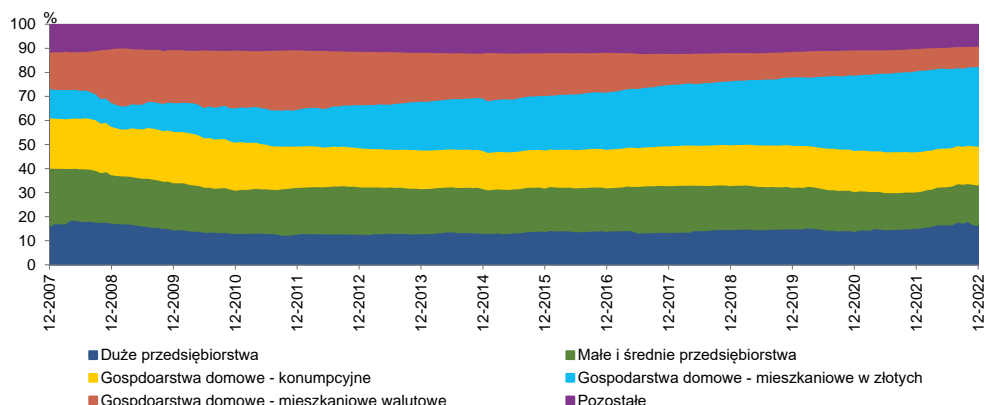
Źródło: BIK.

Struktura kredytów dla sektora niefinansowego cechuje się niewielką zmiennością w czasie m.in. ze względu na długoterminowy charakter znacznej części tych aktywów (wykres 4.1.6). Kredyty dla gospodarstw domowych (osób prywatnych, rolników i przedsiębiorców indywidualnych) pod koniec 2022 r. dwukrotnie przewyższały wartość kredytów dla przedsiębiorstw. W kredytach dla gospodarstw domowych tradycyjnie przeważały kredyty dla osób prywatnych (ok. 88%). Najbardziej wyraźną zmianą w strukturze kredytów w ostatnich latach był wzrost udziału złotych kredytów mieszkaniowych (z około 27% do 33% w latach 2018-2022) oraz spadek udziału walutowych kredytów mieszkaniowych (z około 12% do 8,5%). Na skutek stopniowej spłaty tych kredytów oraz częściowej konwersji na złote, wartość tego portfela w wyrażeniu walutowym w 2022 r. zmniejszyła się o około 8% r/r (na koniec 2022 r. stanowiła około 3,3% PKB wobec 10% w 2008 r.). Choć spadek wartości portfela walutowych kredytów mieszkaniowych jest korzystnym zjawiskiem, to jednak nadal kredyty te generują istotne ryzyko prawne, którego skutki mogą mieć niekorzystny wpływ na rozwój sektora bankowego w najbliższych latach<sup>128</sup>.

<sup>127</sup> Zgodnie z tymi zaleceniami banki w procesie oceny zdolności kredytowej powinny były m.in.: przyjmować minimalną zmianę stopy procentowej o 5 pp. w stosunku do jej aktualnego poziomu, a „koszty utrzymania gospodarstwa domowego na poziomie wyższym od minimum socjalnego z uwzględnieniem różnicowania ze względu na miejsce zamieszkania i aktywności zawodowej” i dodatkowo zapewnić bufor odpowiadający oczekiwaniom inflacyjnym i długości okresu kredytowania. Więcej w „Stanowisko UKNF skierowane do Prezesów Zarządów Banków oraz Dyrektorów oddziałów instytucji kredytowych ws. działań mających na celu ograniczenie poziomu ryzyka kredytowego”, 7 marca 2022 r., dostępne na: [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko\\_UKNF\\_do\\_bankow\\_ws\\_ryzyka\\_kredytowego.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_do_bankow_ws_ryzyka_kredytowego.pdf)

<sup>128</sup> Szerzej w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2023”, NBP.

Wykres 4.1.6. Struktura rodzajowa należności od sektora niefinansowego w latach 2007-2022



Uwaga: dane monetarne (dla rezydentów).

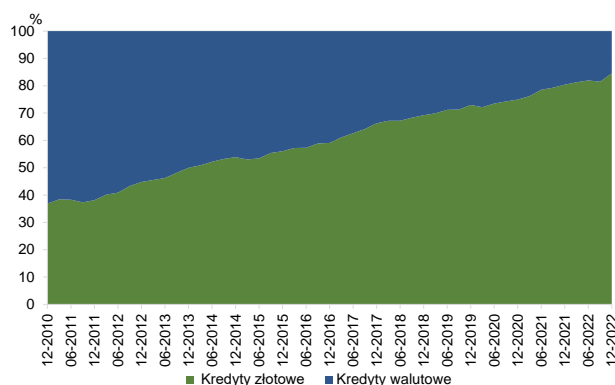
Źródło: NBP.

Wykres 4.1.7. Kredyty mieszkaniowe w podziale walutowym

A. Walutowe kredyty mieszkaniowe we franku szwajcarskim

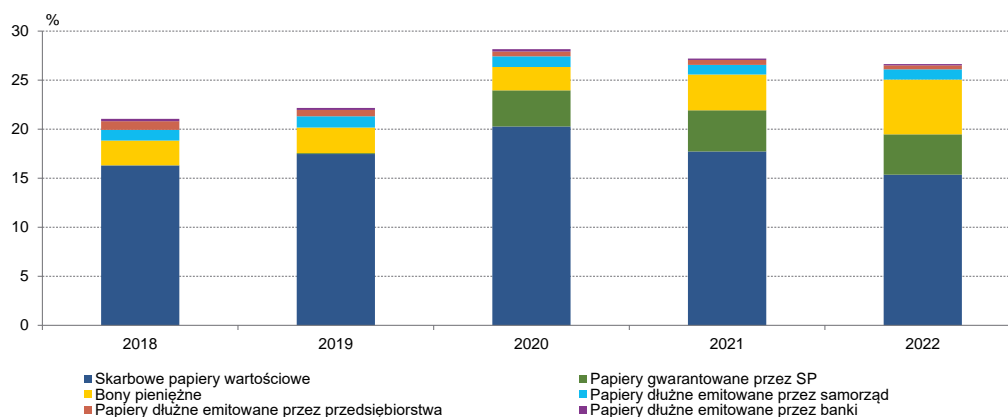


B. Struktura walutowa kredytów mieszkaniowych



Źródło: NBP.

Drugą co do wartości pozycją aktywów sektora bankowego były papiery wartościowe, w tym głównie obligacje emitowane i gwarantowane przez Skarb Państwa (tabela 4.1.1.). Przyrost tej kategorii aktywów był stosunkowo wysoki, jednak zdecydowanie niższy od obserwowanego w 2020 r., gdy emisje zasilają fundusze wspierające gospodarkę podczas pandemii (wykres 4.1.2.). Na zmianę wartości papierów wartościowych w 2022 r. złożyły się głównie: zwiększenie wartości bonów pieniężnych NBP oraz – w mniejszym stopniu – papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa (wykres 4.1.8.). Zaangażowanie sektora bankowego w papiery wartościowe emitowane przez podmioty prywatne pozostawało niskie.

**Wykres 4.1.8.** Wartość papierów dłużnych w relacji do aktywów sektora bankowego w latach 2018-2022

Uwaga: dane nie obejmują bilansu BGK.

Źródło: NBP.

Należności od sektora finansowego stanowią kategorię aktywów, która w 2022 r. wzrosła w największym stopniu (39% r/r). Złożył się na to wzrost skali transakcji z bankami, w tym zwłaszcza z nierezydentami oraz udzielenie przez kilka największych banków kredytów niebankowym instytucjom finansowym. W części banków wzrost wartości należności od sektora finansowego wynikał w dużej mierze z transakcji z podmiotami powiązаныmi.

Pozostałe pozycje aktywów sektora bankowego miały małe znaczenie. W ramach tej kategorii największy udział miały pozycje związane z działalnością funduszy celowych banku BGK, za pomocą których rząd realizuje swoje programy gospodarcze. Jednym z większych funduszy był Fundusz Przeciwdziałania COVID-19<sup>129</sup>, utworzony w celu sfinansowania walki z pandemią i minimalizacji jej skutków społeczno-gospodarczych (aktywa tego funduszu wynosiły pod koniec 2022 r. ok. 160 mld zł) oraz Krajowy Fundusz Drogowy (68 mld zł).

<sup>129</sup> Utworzony na mocy 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.).

### Ramka 4.1.2. Wakacje kredytowe dla kredytobiorców obsługujących kredyty mieszkaniowe w złotych

Większość kredytów udzielanych gospodarstwom domowym w Polsce, w tym również kredytów mieszkaniowych, to kredyty o zmiennej stopie procentowej. Zaciągając takie kredyty kredytobiorcy podejmują ryzyko wzrostu stóp procentowych i wartości rat kapitałowo-odsetkowych. Ryzyko to jest szczególnie duże w przypadku kredytów mieszkaniowych spłacanych metodą równej raty, w której komponent odsetkowy jest relatywnie duży.

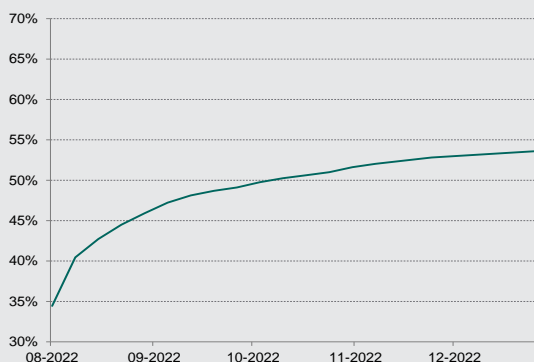
W 2022 r. wobec wzrostu oprocentowania kredytów mieszkaniowych w złotych i obciążenia kredytobiorców spłatami wprowadzono ustawowy mechanizm wsparcia kredytobiorców<sup>1</sup> – tzw. wakacje kredytowe<sup>2</sup>, czyli narzędzie pozwalające na zawieszenie na wniosek kredytobiorcy spłat rat kredytowo-odsetkowych kredytów hipotecznych udzielonych w złotych. Kredytobiorcy dostali możliwość ubiegania się o zawieszenie dwóch rat w każdym kwartale II półrocza 2022 r. i jednej w każdym kwartale 2023 r.

W okresie zawieszenia spłat rat kapitałowo-odsetkowych nie są naliczane odsetki. Okres kredytowania jest natomiast przedłużany o okres zawieszenia spłaty. Z możliwości zawieszenia płatności rat kapitałowo-odsetkowych skorzystać mogli kredytobiorcy, którzy zaciągnęli kredyt hipoteczny w złotych na zaspokojenie własnych potrzeb mieszkaniowych. Brak kryterium dochodowego spowodował, że z wakacji kredytowych skorzystać mogli kredytobiorcy bez względu na ich sytuację finansową.

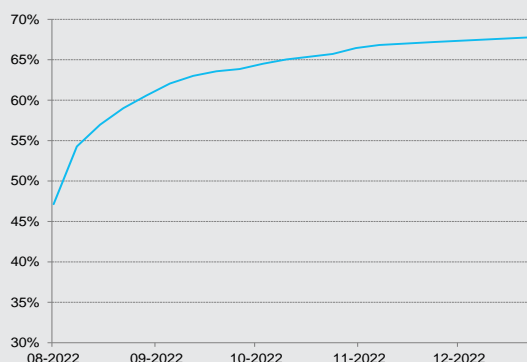
W 2022 r. z tej możliwości skorzystało ok. 54% uprawnionych kredytobiorców, którzy spłacali ok. 68% wartości kredytów mieszkaniowych w złotych (wykres I). Łączny koszt wakacji kredytowych poniesiony przez sektor bankowy wyniósł ok. 13 mld zł (rozdział 4.1.3). Efektem wakacji kredytowych (oraz wzrostu oprocentowania) były ponadprzeciętne nadpłaty kredytów mieszkaniowych, co wpłynęło na osłabienie dynamiki kredytów (wykres 4.1.5).

#### Wykres I. Wykorzystanie wakacji kredytowych w 2022 r.

A. Odsetek liczby złotych kredytów mieszkaniowych objętych wakacjami



B. Odsetek wartości złotych kredytów mieszkaniowych objętych wakacjami



Źródło: obliczenia NBP na podstawie UKNF.

<sup>1</sup> Inny, warunkowy mechanizm wsparcia kredytobiorców spłacających kredyty mieszkaniowe w złotych lub walucie obcej istnieje od 2016 r. Fundusz Wsparcia Kredytobiorców, zasilany z obowiązkowych składek banków, został



powołany ustawą z dnia 9 października 2015 r. o wsparciu kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyt mieszkaniowy i znajdują się w trudnej sytuacji finansowej (Dz. U. z 2015 r., poz. 1925, z późn. zm.).

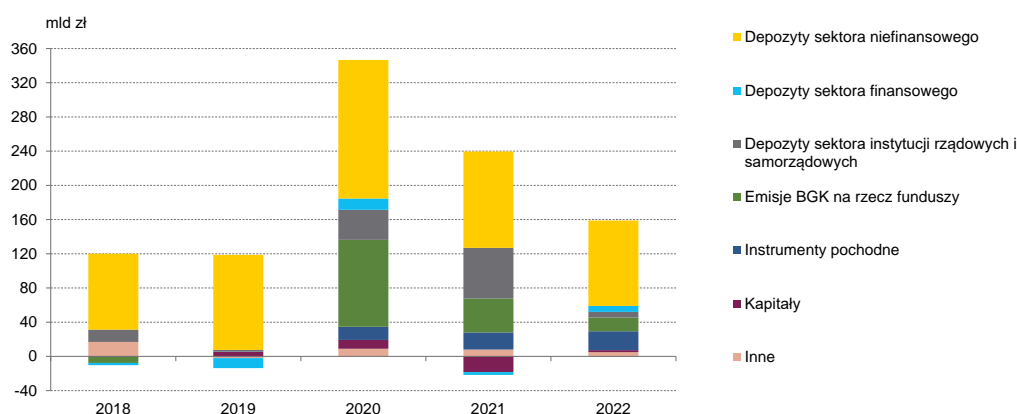
<sup>2</sup> Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznosciowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom, Dz. U. z 2022 r., poz. 1488.

#### 4.1.2. Struktura pasywów banków

Głównym źródłem finansowania sektora bankowego w Polsce pozostawały depozyty sektora niefinansowego. W ostatnich latach ich wartość systematycznie się zwiększała, ale udział w pasywach był względnie stabilny (tabela 4.1.2). Jednocześnie zmniejszyło się znaczenie drugiego najważniejszego źródła finansowania banków – środków pozyskanych od podmiotów z sektora finansowego. Rola innych źródeł finansowania, zwłaszcza emisji instrumentów dłużnych, była nadal niewielka (rozdziały 5.1.2.2 i 5.2.2.3).

Do wzrostu pasywów w 2022 r. przyczyniła się głównie zmiana wartości depozytów sektora niefinansowego oraz – w mniejszym stopniu – wzrost wyceny zabezpieczających instrumentów pochodnych i emisje BGK na rzecz KFD, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 i Funduszu Pomocy<sup>130</sup> (wykres 4.1.9).

**Wykres 4.1.9.** Zmiany wartości pasywów sektora bankowego r/r, w latach 2018-2022



Źródło: NBP.

<sup>130</sup> Fundusz Pomocy został utworzony na mocy ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa (Dz.U. 2022 poz. 583). Głównym celem Funduszu Pomocy jest wsparcie uchodźców z Ukrainy, którzy znaleźli schronienie w Polsce.

**Tabela 4.1.2.** Pasywa sektora bankowego w latach 2018-2022

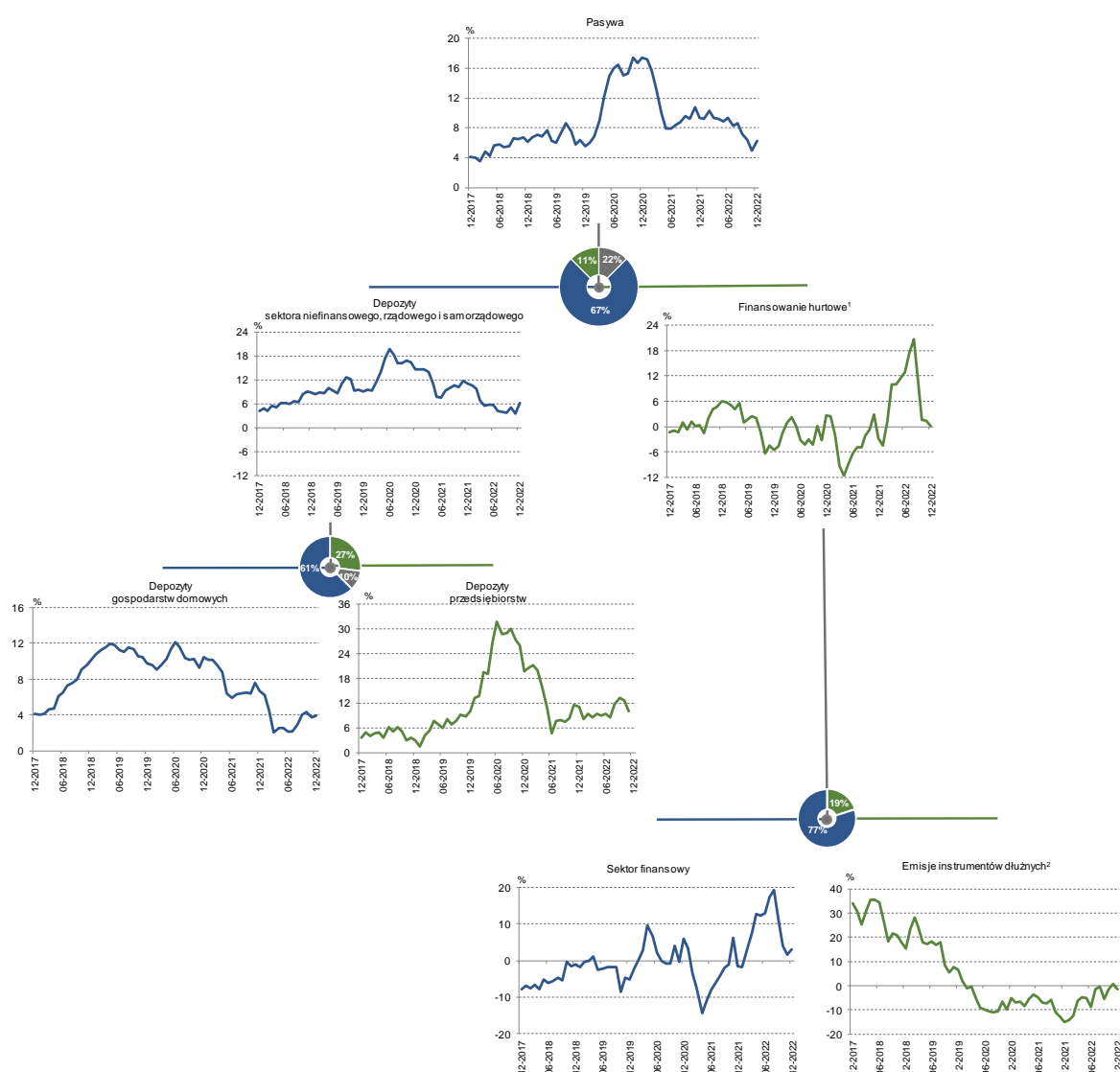
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>mld zł</b>					
Zobowiązania wobec banku centralnego	5,9	0,2	0,4	0,02	0,03
Depozyty <sup>1</sup> od sektora finansowego	227,9	216,2	229,4	226,1	233,0
Depozyty sektora niefinansowego	1 151,2	1 262,3	1 424,3	1 537,0	1 637,0
Depozyty sektora instytucji rządowych i samorządowych	83,4	85,2	120,3	179,5	186,1
Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych, w tym:	87,8	92,3	191,1	220,2	234,1
- emisje BGK na rzecz KFD, Funduszu Przeciwdziałania COVID oraz Funduszu Pomocy*	18,5	18,4	120,0	159,7	175,8
- emisje listów zastawnych	21,5	26,3	26,6	23,2	21,1
Zobowiązania z tytułu transakcji typu repo	18,3	13,2	11,4	16,6	10,6
Instrumenty pochodne	16,7	17,2	32,6	52,6	74,7
Pozostałe zobowiązania	91,5	95,8	109,2	123,0	136,2
Kapitały	204,0	209,3	219,6	201,3	203,6
Ogółem	1 886,7	1 991,8	2 338,4	2 556,2	2 715,3
<b>W % sumy bilansowej</b>					
Zobowiązania wobec banku centralnego	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Depozyty <sup>1</sup> od sektora finansowego	12,1	10,9	9,8	8,9	8,6
Depozyty sektora niefinansowego	61,0	63,4	60,9	60,1	60,3
Depozyty sektora instytucji rządowych i samorządowych	4,4	4,3	5,1	7,0	6,9
Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych, w tym:	4,7	4,6	8,2	8,6	8,6
- emisje BGK na rzecz KFD i Funduszu Przeciwdziałania COVID oraz Funduszu Pomocy	1,0	0,9	5,1	6,2	6,5
- emisje listów zastawnych	1,1	1,3	1,1	0,9	0,8
Zobowiązania z tytułu transakcji typu repo	1,0	0,7	0,5	0,6	0,4
Instrumenty pochodne	0,9	0,9	1,4	2,1	2,8
Pozostałe zobowiązania	4,8	4,8	4,7	4,8	5,0
Kapitały	10,8	10,5	9,4	7,9	7,5

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

Źródło: NBP.

Wzrost inflacji i pogłębienie realnie ujemnego oprocentowania depozytów, jak również obawy związane z wybuchem wojny w Ukrainie, wpłynęły na zmniejszanie się tempa wzrostu depozytów gospodarstw domowych (wykres 4.1.10). Czynniki te miały znaczny wpływ na kierunki inwestowania środków finansowych przez gospodarstwa domowe. Nastąpił gwałtowny wzrost zapotrzebowania na gotówkę w początkowych miesiącach 2022 r. oraz większe zainteresowanie zakupem detalicznych obligacji skarbowych, zwłaszcza indeksowanych do inflacji, i depozytami walutowymi. Ograniczająco na przyrost depozytów działał również wzrost przedpłat kredytów mieszkaniowych.

**Wykres 4.1.10.** Tempo zmian (r/r) wybranych pozycji pasywów sektora bankowego w latach 2017-2022 oraz ich struktura na koniec 2022 r.



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

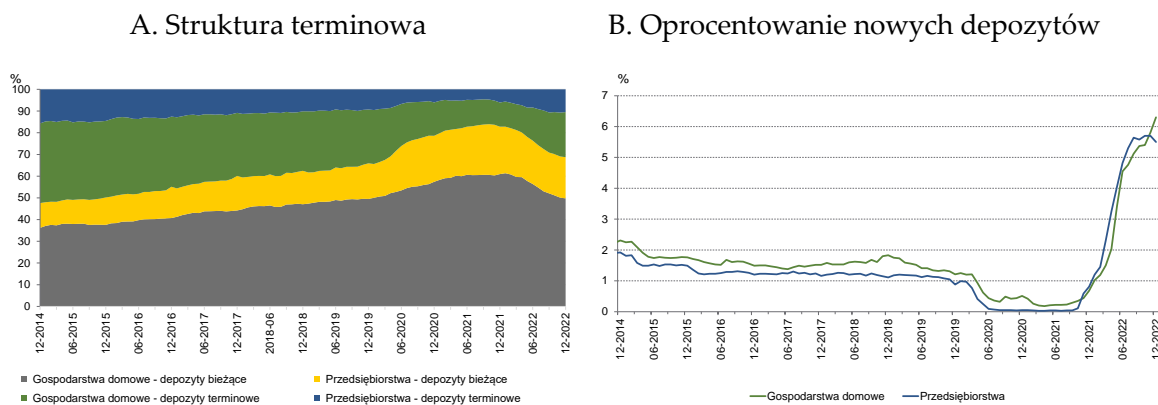
<sup>2</sup> Dane nie zawierają emisji BGK na rzecz funduszy celowych.

Źródło: NBP.

Wraz z rozpoczęciem w październiku 2021 r. cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP, banki zaczęły stopniowo podnosić oprocentowanie nowych depozytów. W większym stopniu dotyczyło to oprocentowania depozytów terminowych, które jednak pozostało poniżej stopy inflacji. Od grudnia 2021 r., po raz pierwszy od ponad dwóch lat, zaczęła się zwiększać wartość depozytów terminowych gospodarstw domowych (wykres 4.1.11), a od połowy 2022 r. – zmniejszać się (licząc r/r), po raz pierwszy od ponad 15 lat, wartość depozytów bieżących. Na koniec 2022 r. depozyty terminowe gospodarstw domowych stanowiły 29% całości ich

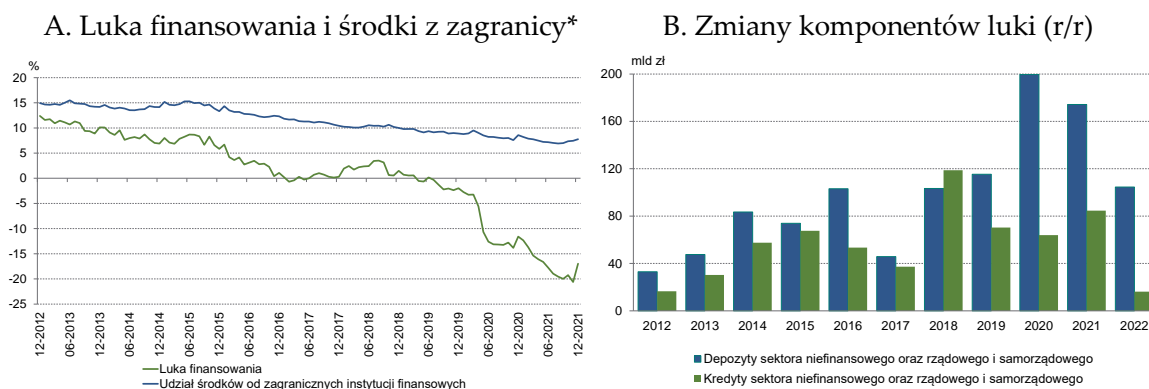
depozytów, a depozyty terminowe przedsiębiorstw – odpowiednio 36% (rok wcześniej odpowiednio: 15% i 22%).

**Wykres 4.1.11.** Depozyty gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w latach 2014-2022



Depozyty przedsiębiorstw w 2022 r. przyrosły w większej skali niż w latach poprzedzających pandemię (48,2 mld zł). W rezultacie utrzymywała się przewaga wartości depozytów przedsiębiorstw nad wartością zaciągniętych kredytów. Powstała ona w okresie pandemii w efekcie wypłat rządowych środków pomocowych dla firm. W trakcie roku, w efekcie m.in. malejącego popytu na kredyt, nadwyżka ta wzrosła o kolejne 14 pkt proc. do 19% w grudniu 2022 r.

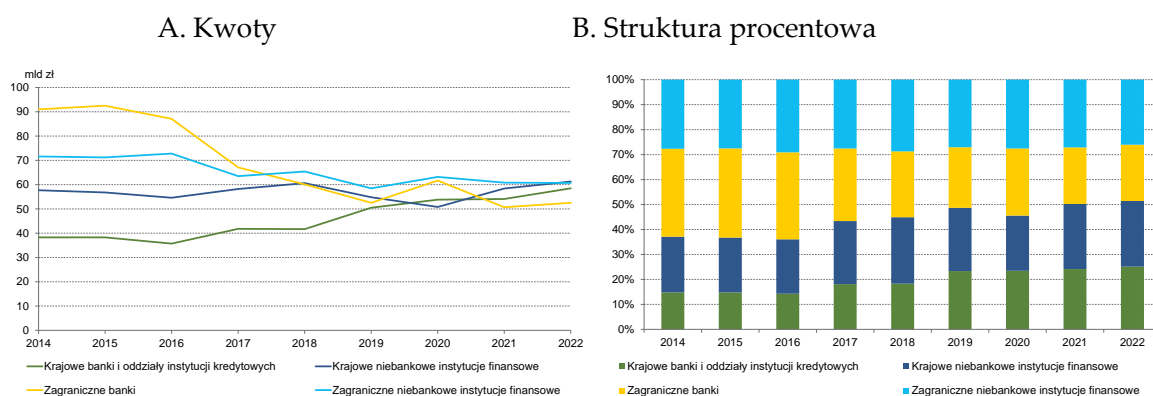
**Wykres 4.1.12.** Płynność finansowania w sektorze bankowym w latach 2014-2022



W 2022 r. banki dysponowały znacznymi nadwyżkami depozytów ponad udzielonymi kredytami dla sektora niefinansowego i samorządowego (wykres 4.1.12). Luka finansowania była ujemna już od połowy 2019 r., natomiast od maja 2020 r., ze względu na znacznie większy przyrost depozytów niż kredytów, następowało jej gwałtowne pogłębienie.

Od kilkunastu lat systematycznie maleje znaczenie środków<sup>131</sup> pozyskanych z rynku hurtowego<sup>132</sup> (tabela 4.1.2). W szczególności, w 2022 r. w dalszym ciągu spadało finansowanie z zagranicy przy niewielkim wzroście kwot pozyskiwanych z krajowego rynku międzybankowego (wykres 4.1.13). Jednocześnie zwiększała się rola środków pozyskiwanych od niebankowych instytucji finansowych. W ostatnich latach wzrosło zwłaszcza finansowanie od tzw. pomocniczych instytucji finansowych<sup>133</sup>, natomiast największe finansowe instytucje niebankowe, tj. fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz zakłady ubezpieczeń lokowały w bankach mniej środków.

**Wykres 4.1.13.** Depozyty i kredyty pozyskane od instytucji finansowych w latach 2014-2022



Źródło: NBP.

Rola emisji instrumentów dłużnych w strukturze finansowania banków pozostała niewielka. Wynikało to m.in. z dużej dostępności niżej oprocentowanych depozytów sektora niefinansowego i niskiego popytu na kredyt w warunkach zacieśniania polityki pieniężnej (wykres 4.1.14). Od wybuchu pandemii natomiast zobowiązania banków z tytułu emisji stopniowo się zmniejszają, również w przypadku banków, które nie mogą finansować się depozytami detalicznymi (banki hipoteczne) (rozdział 5.2.2.3.2.). Można się spodziewać, że obowiązywanie od 1 stycznia 2024 r.

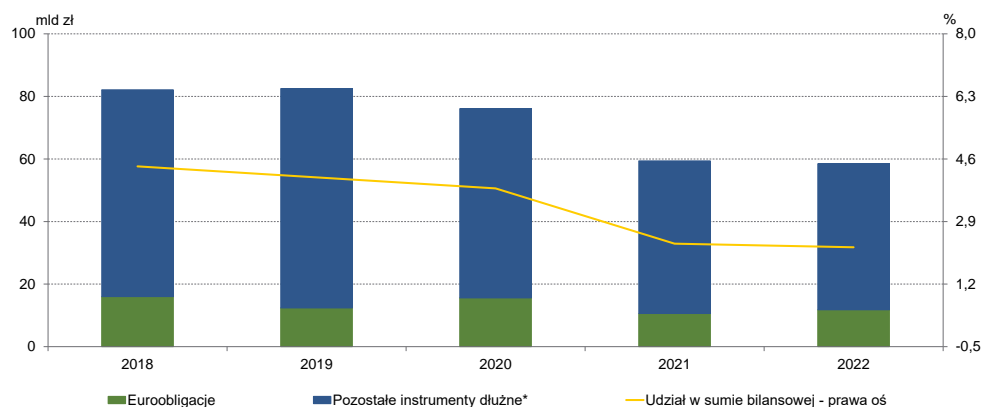
<sup>131</sup> Środki te składają się z depozytów (lokatek) i kredytów pozyskanych od instytucji finansowych.

<sup>132</sup> W połowie 2022 r. wystąpił przejściowy znaczny przyrost finansowania z rynku hurtowego wynikający ze zdarzeń o charakterze jednostkowym. Było to spowodowane krótkotrwałym istotnym wzrostem środków z tytułu depozytów uzupełniających (*margin call*) oraz znacznym wzrostem zobowiązań z tytułu transakcji *repo* w dwóch bankach (wykres 4.1.10). Natomiast na koniec roku wartość transakcji *repo* była nawet niższa niż w ubiegłych latach.

<sup>133</sup> Pomocnicze instytucje finansowe – instytucje finansowe, które nie prowadzą pośrednictwa finansowego we własnym imieniu, a jedynie przyczyniają się do tworzenia warunków do tego pośrednictwa. Do tego podsektora zalicza się m.in. brokerów, agentów i doradców ubezpieczeniowych i emerytalnych, doradców inwestycyjnych, kantory, giełdy papierów wartościowych, giełdy towarowe, instytucje płatnicze, instytucje tworzące infrastrukturę dla funkcjonowania rynków finansowych, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, towarzystwa funduszy emerytalnych, instytucje zajmujące się sprzedażą ratalną, przedsiębiorstwa windykacyjne, jak również Polski Fundusz Rozwoju.

wymogu MREL w wartości docelowej zwiększy zainteresowanie banków emisją instrumentów dłużnych, w tym warunkowo zamiennych na kapitał.

**Wykres 4.1.14.** Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych w latach 2018-2022



\* dane szacunkowe po wyłączeniu obligacji emitowanych przez BGK na rzecz funduszy celowych.

Źródło: NBP.

Pozycją, która w szczególny sposób przyczyniła się do wzrostu pasywów sektora bankowego w 2022 r., były zobowiązania z tytułu wyemitowanych przez BGK obligacji na rzecz funduszy celowych. Środki pozyskane z emisji nie zostały przeznaczone na własne potrzeby banku<sup>134</sup>, ale zapewniały finansowanie zadań odpowiednich funduszy. Łączna wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez BGK na rzecz funduszy celowych w 2022 r. wyniosła niemal 20 mld zł.

#### 4.1.3. Adekwatność kapitałowa banków

W strukturze funduszy własnych polskiego sektora bankowego<sup>135</sup> dominowały kapitały najwyższej jakości (wykres 4.1.15). Na koniec 2022 r. prawie 90% stanowił kapitał podstawowy Tier I (CET1). Głównymi składnikami tworzącymi CET1 były: kapitał rezerwy utworzony 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 odgrywa znikomą rolę i wynika głównie z utrzymywania instrumentów na zasadzie praw nabytych. Kapitał Tier II z tytułu wyemitowanych podporządkowanych instrumentów

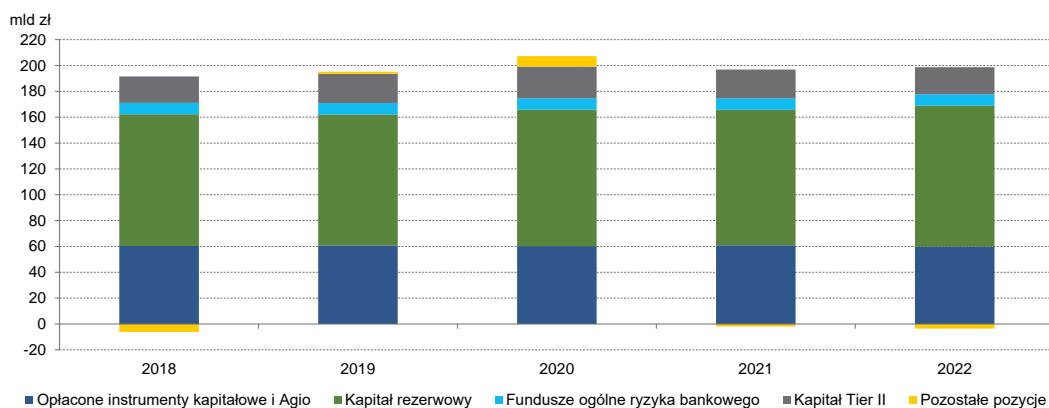
<sup>134</sup> W sprawozdaniach publicznych środki i działalność Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 są wyłączone z bilansu oraz rachunku zysków i strat BGK.

<sup>135</sup> W analizie kapitału regulacyjnego 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 CRDV/CRR II w ograniczonym zakresie.



dłużnych i pożyczek podporządkowanych był stosunkowo niski (11% funduszy własnych).

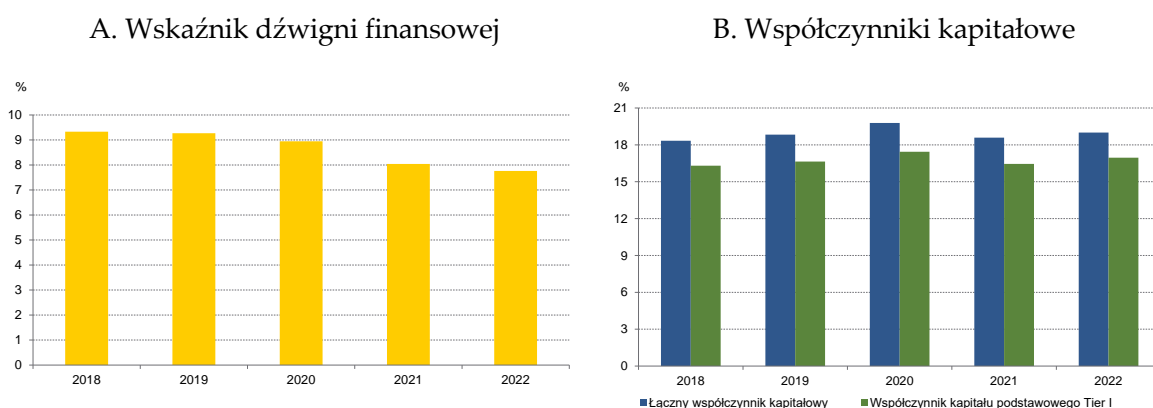
**Wykres 4.1.15.** Fundusze własne banków krajowych w latach 2018-2022



Źródło: NBP.

Kolejny rok z rzędu banki zmagają się ze skutkami wzrostu stóp procentowych dla wartości ich funduszy własnych. Zmniejszenie się wyceny papierów wartościowych z portfela FVOCI (głównie obligacji emitowanych i gwarantowanych przez Skarb Państwa) znalazło odzwierciedlenie w wartości funduszy własnych<sup>136</sup>. Tym niemniej nadal stosunkowo wysoki poziom funduszy własnych banków w porównaniu do wartości aktywów sprawił, że krajowy sektor bankowy działał przy niskiej dźwigni. Na koniec 2022 r. aktywa sektora stanowiły dwunastokrotność jego kapitału podstawowego. Średni wskaźnik dźwigni (po uwzględnieniu poza aktywami również pozycji pozabilansowych) wyniósł 7,8% (wykres 4.1.16, lewy panel), podczas gdy regulacyjne minimum dla tego wskaźnika zostało określone na 3%.

**Wykres 4.1.16.** Wyposażenie kapitałowe banków w latach 2018-2022



Źródło: NBP.

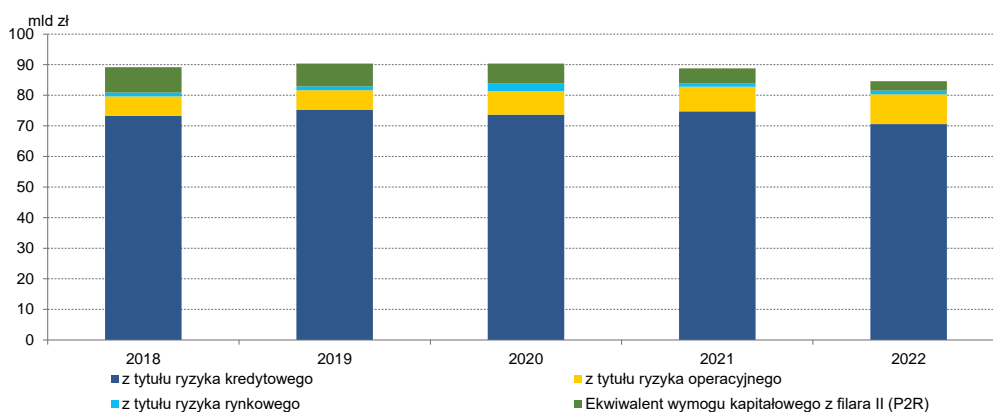
<sup>136</sup> Około połowy dłużnych papierów wartościowych posiadanych przez banki krajowe (bez BGK) było wycenianych w wartości godziwej przez inne całkowite dochody (portfel FVOCI), tj. pozycję wchodzącą w skład kapitału podstawowego.

Przez większość roku, aż do IV kwartału, fundusze własne krajowego sektora bankowego i jego współczynniki kapitałowe były niższe niż na koniec 2021 r. Poddanie Getin Noble Banku procesowi przymusowej restrukturyzacji i dokapitalizowanie nowego podmiotu, do którego została przeniesiona działalność banku, zwiększyło fundusze sektora, podobnie jak zaliczenie wypracowanych zysków do kapitałów przez część banków. W trakcie roku zmniejszała się również ujemna wycena instrumentów dłużnych, choć na koniec 2022 r. nadal była większa niż w grudniu 2021 r.

Poza zmianami wysokości funduszy własnych banków, na wysokość współczynników kapitałowych korzystnie wpłynęło także zmniejszenie się łącznej ekspozycji na ryzyko (TREA). Stosunkowo mały popyt na kredyty spowodował bowiem spadek wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego, a zawieranie ugód z klientami i przewalutowania walutowych kredytów mieszkaniowych na złote oraz tworzenie rezerw na ryzyko prawne – spadek (ekwiwalentu) wymogu z tytułu filara II (wykres 4.1.17). W grudniu 2022 r. TCR wyniósł 19% (wykres 4.1.16, prawy panel).

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 zinwidualizowane dla poszczególnych banków), jak również makroostrożnościowe, tj. tzw. wymóg połączonego bufora (CBR). W 2022 r. CBR składał się z bufora zabezpieczającego (2,5%) oraz bufora OSII (nałożonego na 10 banków zidentyfikowanych jako tzw. inne instytucje o znaczeniu systemowym<sup>137</sup>).<sup>138</sup>

**Wykres 4.1.17.** Wymogi kapitałowe z tytułu filara I i II (P2R) w latach 2018-2022



Źródło: NBP.

<sup>137</sup> Wartość bufora OSII wahała się od 0,25% do 2%. Lista instytucji wraz z przypisanymi im wielkościami wskaźnika bufora i dostępne są w materiale KNF z 21 grudnia 2022 r.:

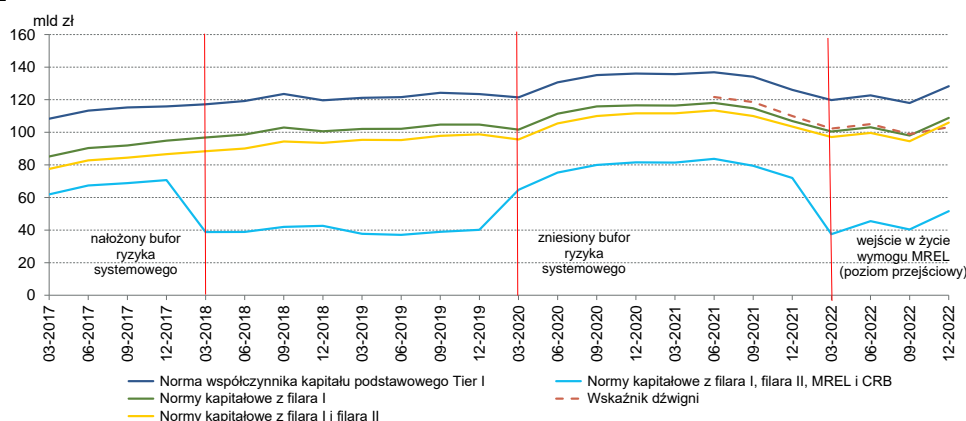
[https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Przeglad\\_adekwatnosci\\_wskaznika\\_bufora\\_innej\\_instytucji\\_o\\_znaczeniu\\_systemowym\\_80606.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Przeglad_adekwatnosci_wskaznika_bufora_innej_instytucji_o_znaczeniu_systemowym_80606.pdf).

<sup>138</sup> 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.

Nadwyżki kapitału sektora bankowego ponad wymogi w 2022 r. pozostały wysokie (ok. 10,5% TREA, a po uwzględnieniu wymogu MREL na przejściowym poziomie oraz wymogu połączonego bufora – ok. 5%). Mimo iż pojedyncze banki wykazały niedobory funduszy, nadwyżki w całym sektorze bankowym zapewniały jego stabilne funkcjonowanie (wykres 4.1.18).

Od stycznia 2024 r. wejdzie w życie docelowy poziom MREL (szacunkowo wyższy, *ceteris paribus*, o ok. 4% TREA). Spełnienie przez banki nowego poziomu MREL będzie wymagało wykorzystania funduszy własnych i zmniejszenia nadwyżek kapitałowych potrzebnych do finansowania gospodarki lub/i emisji instrumentów dłużnych warunkowo zamiennych na kapitał (tzw. instrumenty zobowiązań kwalifikowalnych). Instrumenty dłużne dotychczas finansowały działalność banków w znikomym zakresie ze względu na dużą dostępność nisko oprocentowanych depozytów sektora niefinansowego (rozdział 4.1.2 i 5.2.2.4). Na koniec 2022 r. wartość tzw. zobowiązań kwalifikowalnych banków wyniosła ok. 1% TREA.

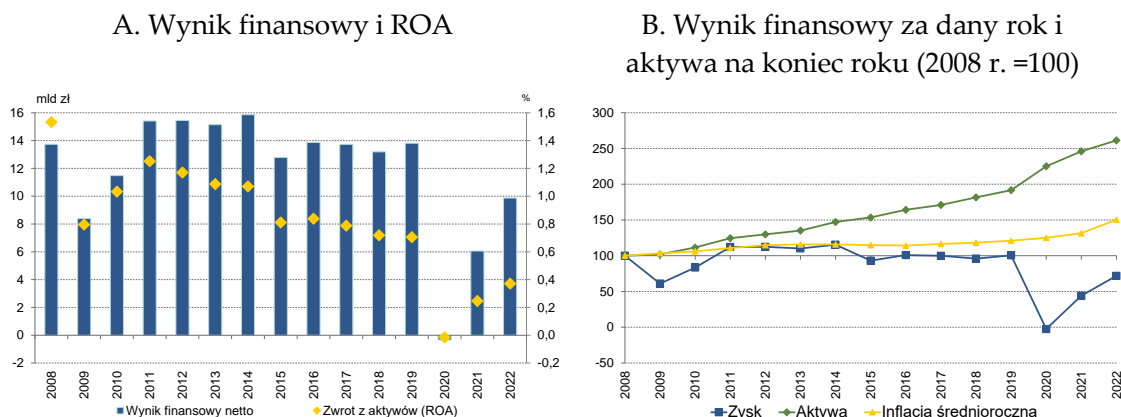
**Wykres 4.1.18.** Nadwyżki kapitału podstawowego Tier I w bankach krajowych w latach 2017-2022



Źródło: NBP.

#### 4.1.4. Wyniki finansowe sektora bankowego

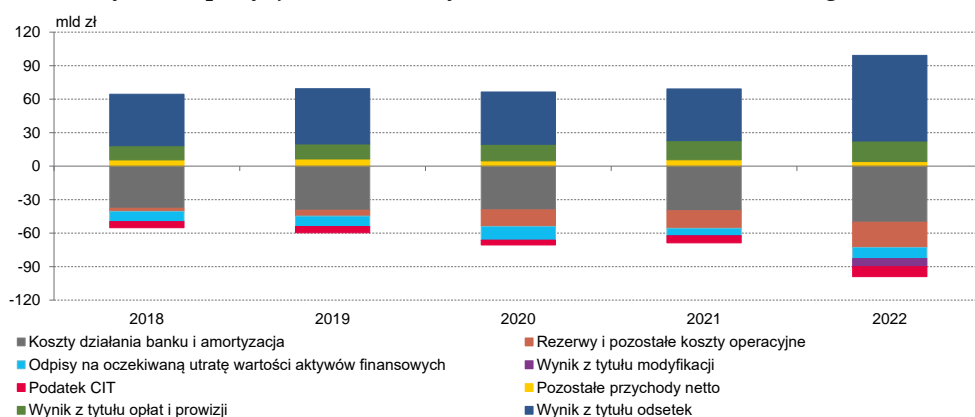
Wyniki finansowe sektora bankowego w 2022 r. były zdecydowanie wyższe niż w roku poprzedzającym, ale pozostawały poniżej poziomów sprzed 2020 r. (wykres 4.1.19, lewy panel). Długookresowe tempo wzrostu zysków sektora od wielu lat było zdecydowanie niższe od tempa wzrostu jego aktywów, a także od poziomu inflacji w gospodarce (wykres 4.1.19, prawy panel).

**Wykres 4.1.19.** Wynik finansowy i wskaźnik ROA w sektorze bankowym w latach 2008-2022

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

Źródło: NBP, GUS.

Najważniejszą przyczyną wzrostu zysku sektora bankowego w 2022 r. było zwiększenie wyników odsetkowych (wykres 4.1.20). Zwiększenie to wynikało przede wszystkim ze wzrostu w 2022 r. wskaźników WIBOR (związanego z podwyższaniem stóp procentowych NBP), a także z pełniejszego odwzorowania wcześniejszego wzrostu rynkowych stóp procentowych w oprocentowaniu kredytów o zmiennej stopie procentowej. Oprocentowanie takich kredytów, najczęściej powiązane ze wskaźnikiem WIBOR 3M lub WIBOR 6M, jest aktualizowane odpowiednio co kwartał lub co pół roku, przez co wpływ wzrostu stóp procentowych na wysokość raty kredytu może być opóźniony. Natomiast oprocentowanie większości zobowiązań nie jest bezpośrednio powiązane ze stawkami rynku pieniężnego, a znaczna część depozytów bieżących sektora niefinansowego nie jest oprocentowana. W efekcie, w 2022 r. średnie oprocentowanie depozytów sektora niefinansowego w bankach wzrosło o 2,2 pkt proc., a średnie oprocentowanie kredytów dla tego sektora – o 3,9 pkt proc.

**Wykres 4.1.20.** Wybrane pozycje rachunku zysków i strat sektora bankowego w latach 2018-2022

Uwaga: rezerwy i pozostałe koszty operacyjne uwzględniają także odpisy na ryzyko prawne walutowych kredytów mieszkaniowych (z wyjątkiem tych, które banki ujęły bezpośrednio w odpisach na oczekiwaną utratę wartości).

Źródło: NBP.

Korzystnie na poziom zysku sektora wpłynęły również wyższe niż rok wcześniej wyniki z tytułu prowizji i opłat. Wyniki te osiągnęły przy tym historycznie wysokie poziomy, natomiast tempo ich wzrostu znacznie spadło w porównaniu z 2021 r.

Podobnie jak w poprzednich dwóch latach możliwości poprawy zysków banków były ograniczane przez znaczne odpisy na ryzyko prawne walutowych kredytów mieszkaniowych<sup>139</sup>. W 2022 r. łączne rezerwy z tego tytułu zwiększyły się o ok. 14 mld zł i na koniec roku wynosiły ok. 37 mld zł. Rezerwy związane były głównie na spory sądowe i ugody dotyczące aktywnych umów kredytowych, co doprowadziło do wzrostu pokrycia kredytów nominowanych w CHF takimi rezerwami do ok. 45%.

Wyniki finansowe sektora bankowego w 2022 r. zostały obciążone – na mocy nowo wprowadzonych przepisów<sup>140</sup> – znacznymi kosztami pomocy kredytobiorcom, którzy zaciągnęli kredyty mieszkaniowe (ramka 4.1.2). Na koniec 2022 r. łączne koszty wakacji kredytowych szacowane były na prawie 13 mld zł<sup>141</sup>. Banki wykazały te koszty jako stratę na modyfikacji kredytu (wykres 4.1.20) lub jako obniżenie wyniku odsetkowego. Jednocześnie banki zostały obciążone składkami na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców o łącznej wartości 1,4 mld zł.

Zwiększyły się również inne koszty działania banków. Przyczyniła się do tego presja płacowa związana z inflacją – koszty pracownicze w porównaniu z 2021 r. wzrosły o 13%, przy relatywnie stabilnej ogólnej liczbie zatrudnionych w sektorze bankowym. Największe banki komercyjne wniosły dodatkowo składki na nowo utworzony System Ochrony Banków Komercyjnych (3,5 mld zł), a banki spółdzielcze zwiększyły fundusze pomocowe systemów ochrony instytucjonalnej (0,7 mld zł). Jednocześnie obniżone zostały składki na fundusz gwarantowania depozytów w ramach BFG – zamiast pierwotnie planowanych na 2022 r. 2 mld zł wyniosły jedynie 0,5 mld zł.

Towarzyszył temu bardzo szybki wzrost niskich do tej pory kosztów ryzyka kredytowego w sektorze (o prawie 50% r/r). Wzrost ten wynikał z pogorszenia sytuacji gospodarczej i wzrostu kosztów obsługi kredytów. Udziały kredytów w fazie 2 (pod obserwacją) oraz w fazie 3 (zagrożonych) w większości portfeli kredytowych pozostawały stabilne lub malały (wykres 4.1.21), co wynikało jednak przede wszystkim ze sprzedaży i przenoszenia do ewidencji pozabilansowej kredytów, a także z restrukturyzacji Getin Noble Banku<sup>142</sup>. Na jakość kredytów mieszkaniowych pozytywnie wpłynęło wprowadzenie powszechnych „wakacji kredytowych”,

---

<sup>139</sup> Więcej informacji na ten temat w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2023 r.”, NBP.

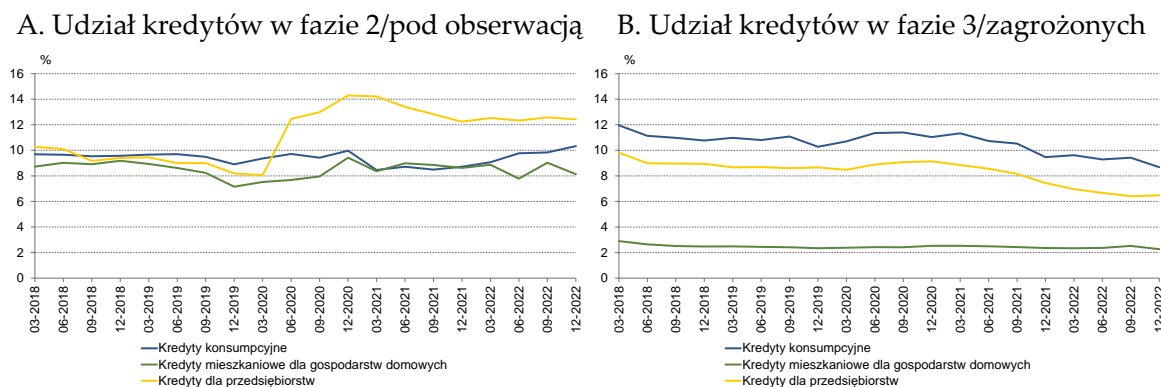
<sup>140</sup> Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz.U. 2022 poz. 1488), która weszła w życie 29 lipca 2022 r.

<sup>141</sup> Przepisy obligują banki do jednorazowego rozpoznania „z góry” łącznych oczekiwanych kosztów wakacji kredytowych i do ewentualnego aktualizowania wartości tych kosztów w miarę napływu nowych informacji.

<sup>142</sup> Od IV kwartału 2022 r. Getin Noble Bank nie jest objęty sprawozdawczością ostrożnościową FINREP, na podstawie której został sporządzony wykres 4.1.21.

ale koszty banków z tego tytułu były znacznie wyższe niż ewentualne koszty materializacji ryzyka kredytowego w przypadku braku tego rozwiązania.

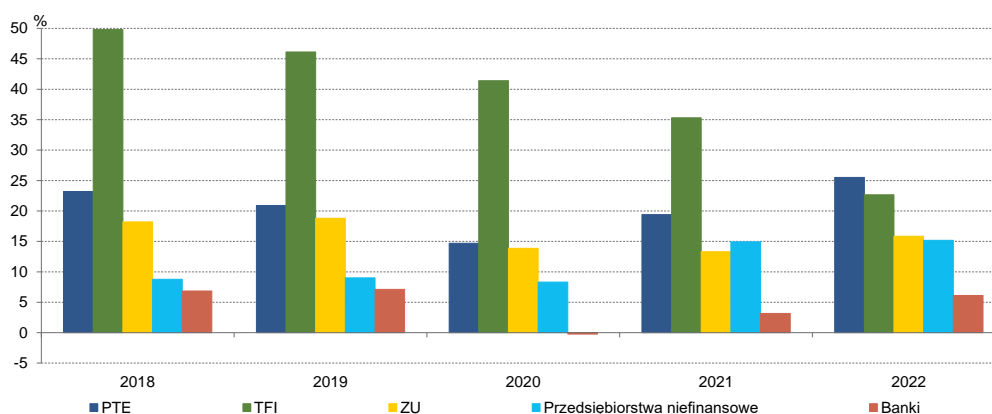
**Wykres 4.1.21.** Jakość kredytów w latach 2018-2022



Źródło: NBP.

Zyskowość sektora bankowego w 2022 r. zwiększyła się, ale nadal była stosunkowo niska. Relacje wyniku finansowego do aktywów i kapitału Tier I pozostawały nadal wyraźnie poniżej poziomu sprzed 2020 r. (tabela 4.1.3). Polskie banki charakteryzowały się też przeciętnie niższą zyskowością niż banki w krajach UE (ramka 4.1.1). Także w porównaniu z działającymi w Polsce innymi instytucjami finansowymi i przedsiębiorstwami niefinansowymi banki osiągały przeciętnie niższe zwroty z kapitału (wykres 4.1.22).

**Wykres 4.1.22.** Wskaźnik ROE dla instytucji finansowych i przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2018-2022



Uwaga: dane bankowe z wyłączeniem BGK i OIK.

Źródło: NBP, KNF, GUS.

**Tabela 4.1.3.** Wskaźniki operacyjne systemu bankowego w latach 2018-2022 (w %)

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Odsetek przeciętnych aktywów</b>					
Wynik z tytułu odsetek	2,51	2,52	2,12	1,89	2,89
Wynik nieodsetkowy	1,00	1,01	0,88	0,93	0,85
- wynik z tytułu opłat i prowizji	0,69	0,68	0,67	0,70	0,69
- przychody z tytułu dywidend	0,08	0,11	0,04	0,06	0,05
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej <sup>1</sup>	0,23	0,22	0,17	0,17	0,11
Wynik działalności bankowej	3,51	3,53	3,00	2,82	3,74
Koszty działania banku	1,89	1,79	1,56	1,44	1,71
Amortyzacja	0,16	0,23	0,21	0,19	0,17
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	0,51	0,48	0,56	0,28	0,38
- w tym: kredytów	0,50	0,47	0,55	0,28	0,37
Saldo innych przychodów i kosztów	-0,07	0,04	0,50	0,41	0,77
Wynik finansowy brutto	1,02	0,99	0,17	0,50	0,71
Wynik finansowy netto	0,72	0,71	-0,02	0,25	0,37
<b>Odsetek wyniku działalności</b>					
Wynik z tytułu odsetek	71,58	71,33	70,59	67,01	77,29
Wynik nieodsetkowy	28,42	28,67	29,41	32,99	22,71
- wynik z tytułu opłat i prowizji	19,70	19,30	22,32	24,77	18,57
- przychody z tytułu dywidend	2,40	3,07	1,38	2,10	1,28
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej <sup>1</sup>	6,32	6,30	5,71	6,12	2,86
Wynik działalności bankowej	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Koszty działania banku	53,91	50,49	51,98	51,06	45,85
Amortyzacja	4,60	6,44	6,88	6,68	4,68
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	14,46	13,46	18,55	9,91	10,06
- w tym: kredytów	14,32	13,15	18,41	9,84	10,00
Saldo innych przychodów i kosztów	-2,00	1,73	16,99	14,76	20,41
Wynik finansowy brutto	29,03	27,88	5,60	17,59	19,00
Wynik finansowy netto	20,48	19,93	-0,51	8,76	9,94
<b>Odsetek przeciętnego kapitału Tier I</b>					
Wynik finansowy brutto <sup>2</sup>	10,84	11,00	1,91	6,58	10,95
Wynik finansowy netto <sup>2</sup>	7,61	7,93	-0,25	3,39	6,09

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Dane dla krajowego sektora bankowego z wyłączeniem BKG.

Źródło: NBP.

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. Sytuację banków spółdzielczych przedstawia ramka 4.1.3.

### Ramka 4.1.3. Sytuacja banków spółdzielczych w Polsce

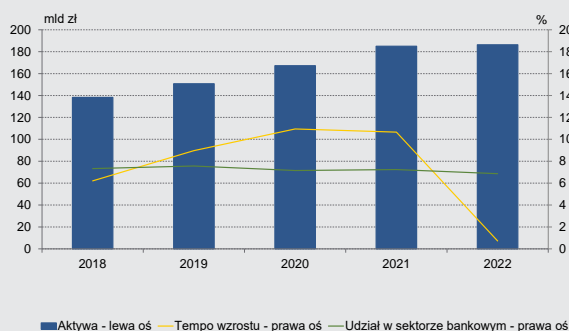
#### Pozycja banków spółdzielczych w systemie bankowym

Banki spółdzielcze pozostają istotnym dostawcą usług finansowych, zwłaszcza w zakresie obsługi środowisk lokalnych (w tym zwłaszcza rolników, samorządów oraz MSP). Na koniec 2022 r. banki te udzieliły 53% kredytów dla rolnictwa i prawie 9% kredytów dla MSP. Jednocześnie prawie 14% środków gromadzonych przez JST na rachunkach bankowych utrzymywana jest w bankach spółdzielczych. Ze względu na przyjęty model bankowości relacyjnej, banki spółdzielcze posiadają rozbudowaną sieć placówek<sup>1</sup>.

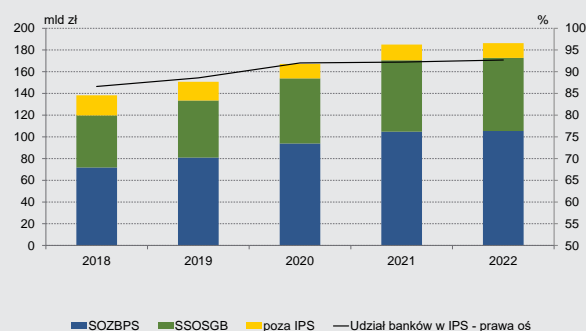
W 2022 r. aktywa banków spółdzielczych wzrosły wyraźnie wolniej niż w poprzednim roku oraz wolniej niż w bankach komercyjnych (wykres I). W rezultacie ich udział w aktywach sektora bankowego, po wzroście w 2021 r. – spadł poniżej 7% (wykres I.A). Na koniec 2022 r. do działających w Polsce dwóch systemów ochrony instytucjonalnej (IPS) należało 486 z 496 działających banków spółdzielczych, reprezentujących ponad 92% aktywów całego sektora bs (wykres I.B.). Spośród nich 307 było uczestnikami Systemu Ochrony Zrzeszenia BPS (SOZ BPS), a 179 Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB (SSO SGB).

#### Wykres I. Aktywa banków spółdzielczych w latach 2018-2022

A. Tempo wzrostu i udział w sektorze bankowym



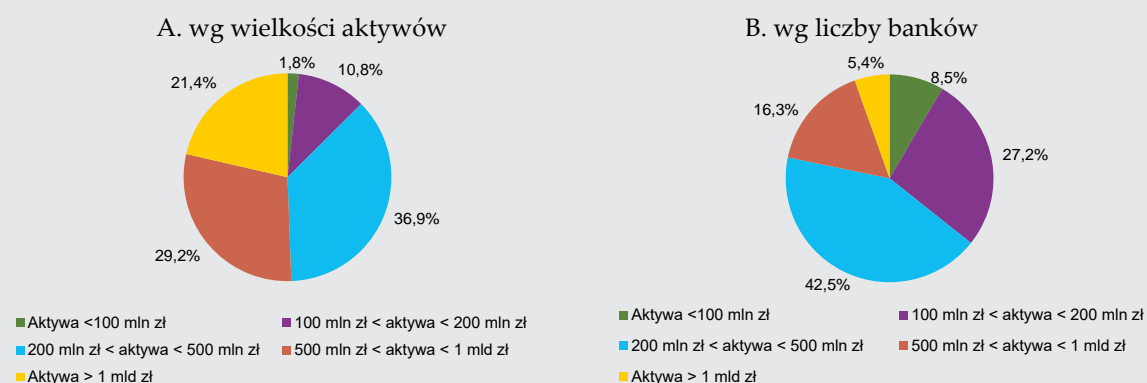
B. Struktura aktywów wg udziału w IPS



Źródło: NBP.

W 2022 r. w sektorze kontynuowane były fuzje banków należących do systemów ochrony instytucjonalnej<sup>2</sup>. W odróżnieniu od 2021 r. w coraz większym stopniu były to dobrowolne połączenia, których celem była poprawa efektywności łączących się banków, poprzez wykorzystanie efektu skali i synergii. Oba IPS-y<sup>3</sup> oraz banki zrzeszające brały aktywny udział we wspieraniu tych procesów. W efekcie liczba banków spółdzielczych spadła z 511 do 496.

Wynikiem zarówno fuzji/połączeń, jak i zwiększenia skali działalności poszczególnych banków był kontynuowany trend wzrostu udziału i liczby dużych banków (tj. o aktywach powyżej 500 mln zł). W 2022 r. banki te stanowiły już ponad połowę aktywów sektora (ich liczba wzrosła ze 102 do 108) w porównaniu z około 49% w 2021 r. Kolejny rok spadła liczba banków małych (o aktywach poniżej 200 mln zł), a ich udział w aktywach obniżył się do 12,6% z 13,3% w 2021 r. (wykres II).

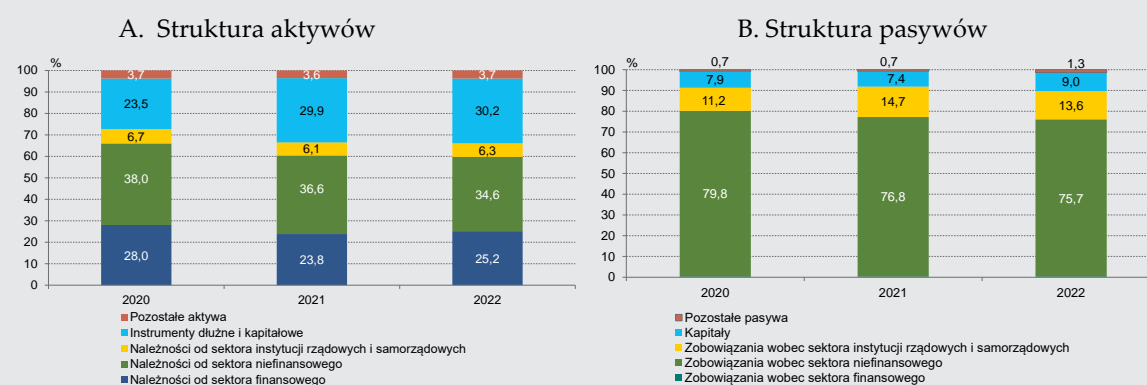
**Wykres II.** Struktura sektora banków spółdzielczych wg stanu na koniec 2022 r.

Źródło: NBP.

### Struktura bilansu

W 2022 r. aktywa banków spółdzielczych wzrosły nieznacznie – z 185 mld zł do 186,3 mld zł, głównie za sprawą zwiększenia wartości należności od sektora finansowego (o ponad 6%) oraz portfela papierów wartościowych (o 1,7%). W strukturze aktywów główną pozycję zachowały kredyty dla sektora niefinansowego (64,4 mld zł), ale ich udział ponownie spadł (wykres III.A.). Z uwagi na ograniczenie popytu na kredyt banki spółdzielcze istotną część pozyskanych środków lokowały w bankach zrzeszających oraz w papierach wartościowych, zwłaszcza w obligacjach skarbowych i w bonach pieniężnych NBP. W rezultacie udział tych instrumentów w aktywach zwiększył się do ponad 30%.

Należności od sektora finansowego wzrosły o 2,8 mld zł, a ich udział w aktywach sektora – do nieco ponad 25% (tj. o 1,5 p.p.). W 2022 r. kontynuowany był także wzrost wartości należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych, a ich udział wzrósł nieznacznie do 6,3%.

**Wykres III.** Struktura bilansu banków spółdzielczych w latach 2020-2022 r.

Źródło: NBP.

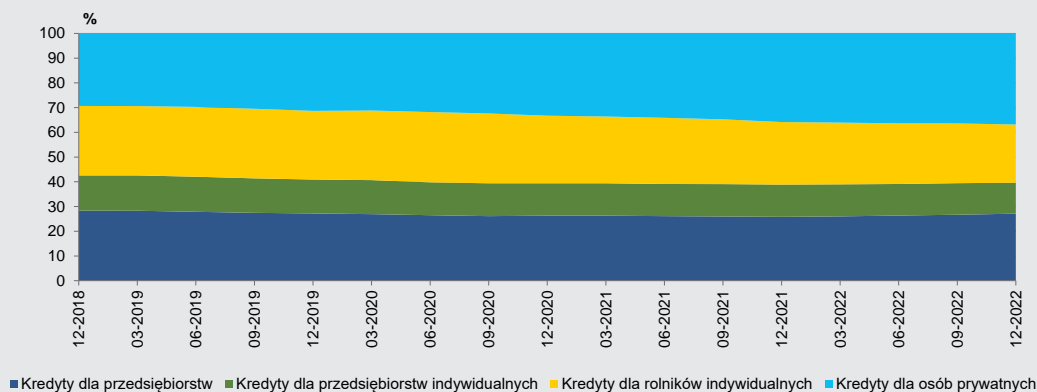
W strukturze kredytów dla sektora niefinansowego największą pozycję stanowiły wciąż kredyty dla osób prywatnych. Pomimo spadku ich wartości w 2022 r. wobec silniejszego spadku niektórych innych kategorii kredytów, udział kredytów dla osób prywatnych wzrósł o 1 pkt proc. do prawie 37% (wykres IV). W tej kategorii dominują kredyty mieszkaniowe. Drugą pod względem wartości pozycją portfela kredytowego pozostały kredyty dla przedsiębiorstw, tj. głównie kredyty dla MSP (97% portfela). Należności od przedsiębiorstw jako jedyna kategoria portfela odnotowały w 2022 r. niewielki wzrost wartości, co w efekcie wpłynęło na wzrost ich udziału w kredytach ogółem do ponad 27%.

Nadal znaczący był udział kredytów dla rolników indywidualnych, przy czym wartość tego portfela obniżyła się kolejny rok z rzędu (tym razem o ponad 10% do 15,3 mld zł). Ograniczenie popytu na kredyt tej grupy klientów było spowodowane pogorszeniem się sytuacji gospodarstw rolnych i opłacalności produkcji rolnej<sup>4</sup>, rosnącymi kosztami kredytu oraz wzrostem niepewności co do kształtowania się sytuacji w przyszłości. Jednocześnie w 2022 r. kontynuowany był spadek wartości i udziału kredytów z dofinansowaniem z Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, tzw. kredytów preferencyjnych (spadek r/r o 20%).

Jakość portfela kredytowego banków spółdzielczych nie uległa w 2022 r. istotnej zmianie i wciąż pozostawała niższa niż w sektorze banków komercyjnych (szczególnie w zakresie kredytów dla przedsiębiorstw). Na koniec 2022 r. wskaźnik kredytów zagrożonych dla podmiotów sektora niefinansowego wyniósł 8,3% (wobec 5,5% dla banków komercyjnych).

Najwyższym poziomem ryzyka kredytowego niezmiennie charakteryzował się portfel kredytów dla przedsiębiorstw (wskaźnik kredytów zagrożonych wyniósł 15,8% wobec 6,4% w bankach komercyjnych). Natomiast najlepszą jakość tradycyjnie wykazały kredyty mieszkaniowe – z udziałem NPL na poziomie 1,1%. Wakacje kredytowe, poprzez obniżenie kosztów obsługi długu w okresie ich obowiązywania, w znacznym stopniu zredukowały ryzyko wystąpienia problemów z obsługą kredytów mieszkaniowych. Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych rezerwami uległ w 2022 r. wyraźnej poprawie i na koniec roku ukształtował się na poziomie 61,5% (wobec 49,4% w 2021 r.). Był po raz pierwszy wyższy niż w sektorze banków komercyjnych (60,4%).

**Wykres IV.** Portfel kredytów od sektora niefinansowego w bankach spółdzielczych w latach 2018-2022



Źródło: NBP.

Podobnie jak w latach ubiegłych, dominującym źródłem finansowania banków spółdzielczych były depozyty sektora niefinansowego o wartości 141 mld zł (głównie środki gospodarstw domowych), które stanowiły ok. 76% sumy bilansowej (wykres III.B), w porównaniu z 61% w bankach komercyjnych. W 2022 r. ich wartość jednak spadła, głównie w wyniku znacznego wzrostu zapotrzebowania na gotówkę w I kwartale roku po agresji Rosji na Ukrainę. Spadła również wartość zobowiązań wobec sektora rządowego i samorządowego (r/r o ponad 6%) do 25,4 mld zł. W efekcie ich udział w strukturze pasywów zmniejszył się z 15% w 2021 r. do 13,6% w 2022 r.

Płynność sektora spółdzielczego była korzystna. Banki spółdzielcze cechowała tradycyjnie wysoka nadpłynność (relacja kredytów dla sektora niefinansowego do depozytów tego sektora od 2020 r. kształtuje się poniżej 50%), a wolne środki lokowane były w bankach zrzeszających i inwestowane w instrumenty dłużne. Kontynuowany był wzrost udziału aktywów płynnych, które na koniec 2022 r. stanowiły prawie 49% aktywów banków spółdzielczych. W ich strukturze główną pozycję, podobnie jak w minionych latach, zachowały bony pieniężne NBP oraz instrumenty dłużne SP.

Na koniec 2022 r. wszystkie banki spółdzielcze spełniały normę płynności krótkoterminowej (LCR) – zarówno te, które są zobowiązane do utrzymywania wskaźnika na bazie indywidualnej, jak i uczestnicy IPS, spełniający normę na bazie skonsolidowanej.

### Wyniki finansowe

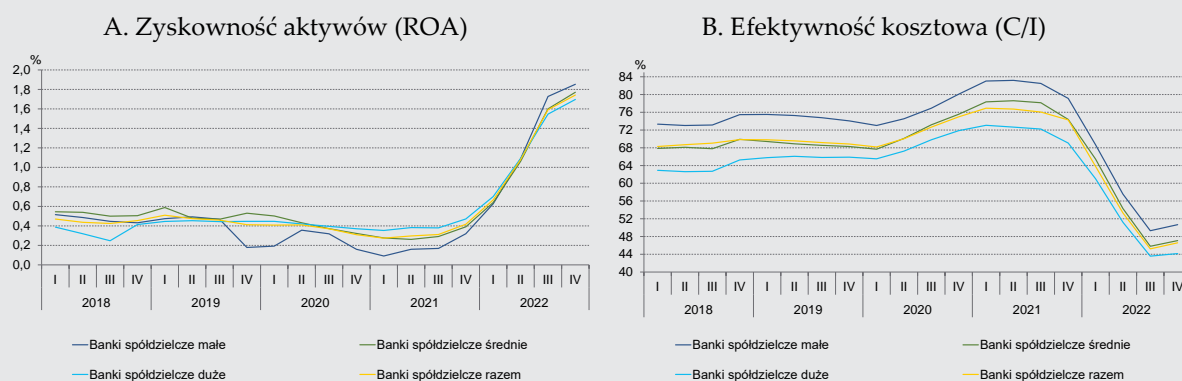
W 2022 r. nastąpiła wyraźna poprawa zyskowności banków spółdzielczych. Wynik finansowy sektora wyniósł około 3,2 mld zł i w porównaniu z 2021 r. był ponad 4-krotnie wyższy, co przełożyło się m.in. na silny wzrost zyskowności aktywów (wykres V.A). Jedynie jeden bank odnotował stratę (w porównaniu z 16 podmiotami na koniec 2021 r.)

Głównym czynnikiem wpływającym pozytywnie na wyniki sektora był znaczny (o ponad 170%) wzrost dochodów odsetkowych. Korzystnie na wynik wpłynęła także wyraźnie niższa dynamika kosztów działania w porównaniu z wynikiem z działalności bankowej (również dzięki wyższym wynikom z tytułu prowizji i opłat). Jednocześnie banki spółdzielcze w porównaniu z bankami komercyjnymi były w mniejszym stopniu obciążone kosztami tzw. wakacji kredytowych. Wartość udzielonych przez nie kredytów mieszkaniowych jest znacząco mniejsza i dodatkowo klienci banków spółdzielczych złożyli relatywnie mniej wniosków o wakacje kredytowe niż w bankach komercyjnych. Banki spółdzielcze nie ponosiły też kosztów ryzyka prawnego związanego z portfelem walutowych kredytów mieszkaniowych.

W 2022 r. wskaźnik marży odsetkowej NIM (relacja wyniku odsetkowego do aktywów) odnotował wyraźny wzrost (tabela I) i na koniec roku był ponad dwukrotnie wyższy niż w 2021 r. Tym samym powrócił do tendencji sprzed 2021 r., tj. wyższego poziomu<sup>5</sup> dla sektora banków spółdzielczych w porównaniu z sektorem komercyjnym. Banki spółdzielcze charakteryzują się wciąż wysokim udziałem wyniku odsetkowego w wyniku z działalności bankowej (88% wobec 77% dla banków komercyjnych). Przekłada się to na większą wrażliwość ich wyników na zmiany stóp procentowych.

Wyraźny (o ponad 120%) wzrost wyniku z działalności bankowej spowodował znaczący spadek wskaźnika C/I – z 74,4% w 2021 r. do zaledwie 46,7% na koniec grudnia 2022 r. (tabela 1). Niezmiennie najslabszą efektywnością kosztową charakteryzowały się małe banki spółdzielcze, a najlepszą banki duże korzystające z efektu skali (wykres V.B). Odzwierciedleniem powyższych tendencji był także silny wzrost wskaźników ROA i ROE. W efekcie wskaźniki efektywności dla sektora były lepsze niż dla banków komercyjnych. Tym niemniej, w długim okresie negatywny wpływ na poziom kosztów może mieć przyjęty przez bankowość spółdzielczą model bankowości relacyjnej z wysokim zatrudnieniem i rozbudowaną siecią placówek, co generuje stałe koszty i ogranicza możliwości ich dalszej redukcji.

**Wykres V.** Wskaźniki efektywności w bankach spółdzielczych w latach 2018-2022



Źródło: NBP.

W grudniu 2022 r., w ramach realizacji zalecenia KNF, jednostki zarządzające systemami ochrony instytucjonalnej zobowiązały swoich uczestników do uzupełnienia części składkowej funduszy pomocowych, tak aby odpowiadała ona 1% wartości środków gwarantowanych<sup>6</sup>. W konsekwencji banki spółdzielcze należące do IPS z końcem roku wniosły dopłaty w wysokości 655,2 mln zł, co spowodowało ich miesięczną stratę w wysokości 157 mln zł i obniżyło wynik roczny sektora.

Dywersyfikacja źródeł dochodu i poprawa efektywności kosztowej pozostaje nadal istotnym wyzwaniem stojącym przed bankami spółdzielczymi. Kontynuacja działań integracyjnych w ramach zrzeszeń, w tym ujednocnianie procesów operacyjnych i centralizacja niektórych funkcji *back office* wraz z rozwijaniem wspólnej infrastruktury informatycznej mogą wpłynąć pozytywnie na poprawę efektywności kosztowej sektora w kolejnych latach. W obliczu rozdrobnienia sektora oraz rosnącej konkurencji ze strony innych podmiotów finansowych nieunikniona jest również dalsza intensyfikacja połączeń w oparciu o rachunek ekonomiczny.

**Tabela I.** Wybrane wskaźniki operacyjne banków spółdzielczych w latach 2018-2022 (w %)

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Odsetek przeciętnych aktywów</b>					
Wynik z tytułu odsetek	2,80	2,72	2,11	1,90	4,99
Wynik nieodsetkowy	0,82	0,76	0,69	0,68	0,67
- wynik z tytułu opłat i prowizji	0,76	0,70	0,65	0,63	0,62
- przychody z tytułu dywidend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej <sup>1</sup>	0,06	0,06	0,04	0,05	0,05
Wynik działalności bankowej	3,62	3,48	2,80	2,59	5,66
Koszty działania banku	2,39	2,27	2,10	1,82	2,54
Amortyzacja	0,14	0,13	0,12	0,10	0,10
Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów	0,47	0,56	0,28	0,17	0,75
Wynik finansowy brutto	0,66	0,59	0,42	0,53	2,26
Wynik finansowy netto	0,48	0,41	0,31	0,40	1,74
<b>Odsetek wyniku z działalności</b>					
Wynik z tytułu odsetek	77,3	78,1	75,3	73,6	88,1
Wynik nieodsetkowy	22,7	21,9	24,7	26,4	11,9
- wynik z tytułu opłat i prowizji	21,1	20,2	23,1	24,3	11,0
- przychody z tytułu dywidend	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej <sup>1</sup>	1,5	1,6	1,6	2,0	0,8
Wynik działalności bankowej	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Koszty działania banku	65,9	68,9	79,2	74,4	46,7
Amortyzacja	3,9	3,8	4,2	3,9	1,8
Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów	13,0	16,0	9,9	6,6	13,2
Wynik finansowy brutto	18,1	16,9	15,2	20,6	39,9
Wynik finansowy netto	13,3	11,8	10,9	16,1	30,7
<b>Odsetek przeciętnych funduszy podstawowych</b>					
Wynik finansowy brutto	7,8	7,2	5,4	7,2	31,2
Wynik finansowy netto	5,7	5,0	3,9	5,6	24,1

<sup>1</sup> 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.

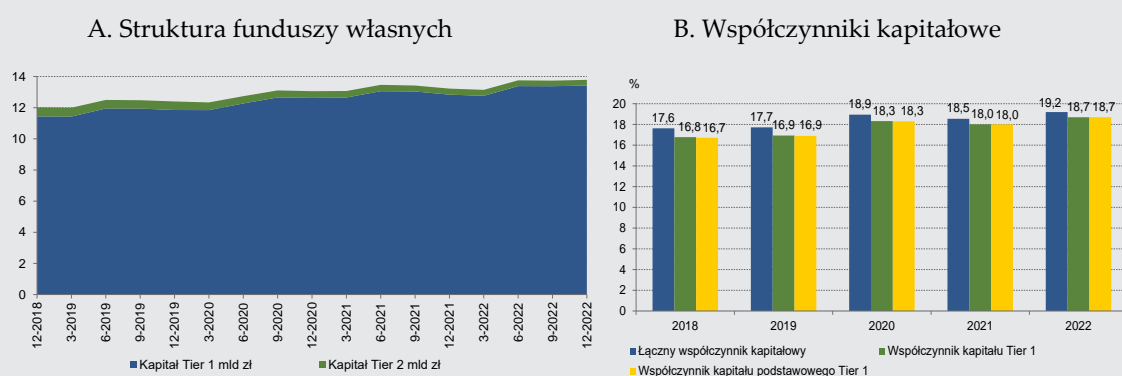
## Pozycja kapitałowa

Pozycja kapitałowa banków spółdzielczych uległa w 2022 r. wzmocnieniu, co było wynikiem wyższej dynamiki przyrostu funduszy własnych w stosunku do łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko. Zdecydowana poprawa zyskowności korzystnie wpłynęła na zdolność do zasilania kapitału Tier 1 zyskami zatrzymanymi.

Na koniec 2022 r. łączny współczynnik kapitałowy sektora banków spółdzielczych wzrósł do 19,2%, natomiast współczynnik kapitału Tier 1 do 18,7%, wobec odpowiednio: 18,5% i 18% w 2021 r. (wykres VI.B). Oba wskaźniki były wyższe w porównaniu z bankami komercyjnymi (TCR – 19%, Tier 1 – 16,8%). Fundusze własne wzrosły o 4,3% do 13,8 mld zł, co wynikało przede wszystkim z zaliczenia przez banki zysku za 2021 r. do kapitału rezerwowego. W strukturze funduszy dominował kapitał Tier 1 (wykres VI.A), a jego udział zwiększył się kolejny rok i wyniósł 97,4%.

Na koniec grudnia 2022 r. wszystkie banki spółdzielcze spełniały wymóg połączonego bufora oraz dźwigni. Jednak pomimo korzystnie prezentujących się wskaźników sektorowych, poziom adekwatności kapitałowej jest zróżnicowany w poszczególnych bankach. Dla niektórych spośród nich utrzymanie wskaźników kapitałowych powyżej minimów regulacyjnych może stanowić wyzwanie ze względu na ograniczone możliwości zwiększania funduszy własnych w długim terminie. Niekorzystny wpływ ma bowiem wysoka zależność wyników od dochodów odsetkowych oraz systematycznie spadająca liczba udziałowców<sup>7</sup>.

### Wykres VI. Adekwatność kapitałowa banków spółdzielczych w latach 2018-2022



Źródło: NBP.

<sup>1</sup> Wg stanu na koniec 2022 r. banki spółdzielcze dysponowały siecią ponad 3,2 tysiąca placówek, co stanowiło 31% łącznej liczby placówek sektora bankowego (wobec siedmioprocentowego udziału w aktywach sektora).

<sup>2</sup> W 2022 r. sfinalizowano 9 procesów łączeniowych, które miały miejsce jedynie w ramach IPS.

<sup>3</sup> W ramach realizowanych programów wsparcia, IPS-y opracowały i udostępniły swoim uczestnikom metodyki prowadzenia fuzji, zawierające m.in. ramowe harmonogramy działań, projekty uchwał organów banków i umów łączeniowych, wykaz zagadnień będących przedmiotem negocjacji, szablony warunków porozumienia planu łączeniowego i projekcji finansowej oraz inne materiały niezbędne dla skutecznego przeprowadzenia połączenia.

<sup>4</sup> „Koniunktura w gospodarstwach rolnych w II półroczu 2022 r.”, publikacja GUS z 31.03.2023 r. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rolnictwo-lesnictwo/rolnictwo/koniunktura-w-gospodarstwach-rolnych-w-drugim-polroczu-2022-roku,10,21.html>

<sup>5</sup> Wyższy poziom marży odsetkowej generowany przez banki spółdzielcze, w porównaniu do banków komercyjnych, był historycznie głównym źródłem ich wyników finansowych, co pozwalało im kompensować wysokie koszty działania związane z relacyjnym modelem biznesowym.

<sup>6</sup> Zalecenie KNF dotyczyło funduszy pomocowych IPS (o których mowa w art. 22g ustawy z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających) i potwierdziło konieczność utrzymywania środków zgromadzonych w funduszach pomocowych systemów ochrony w łącznej kwocie odpowiadającej 1% wartości środków gwarantowanych (o których mowa w art. 2 pkt 65 ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji). Wprowadziło jednocześnie warunek zobowiązujący do zgromadzenia całości wskazanej kwoty w formie składek uczestników systemu ochrony.



<sup>7</sup> Spadek liczby udziałowców jest efektem m.in. braku realnych zachęt do zwiększania swojego zaangażowania finansowego w działanie banku spółdzielczego oraz jednolitej strategii promowania członkostwa w banku spółdzielczym. Utrzymanie dużej bazy udziałowców jest natomiast warunkiem rozwoju bankowości spółdzielczej.

#### 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). Banki OSII obejmowały ok. 63% aktywów sektora (wykres 4.1.23).

**Tabela 4.1.4.** Struktura własnościowa sektora bankowego w latach 2018-2022

Liczba banków					
	2018	2019	2020	2021	2022
1. Banki komercyjne	63	62	66	67	64
1.1. Banki krajowe	32	30	30	30	30
1.1.1. Z przewagą kapitału państwowego	8	8	9	8	9
1.1.2. Z przewagą kapitału prywatnego:	24	22	21	22	21
– polskiego	5	5	5	5	4
– zagranicznego	19	17	16	17	17
1.2. Oddziały instytucji kredytowych	31	32	36	37	34
2. Banki spółdzielcze <sup>1</sup>	549	538	530	511	496
Sektor bankowy (1 + 2)	612	600	596	578	560
Udział w aktywach sektora bankowego (w %)					
	2018	2019	2020	2021	2022
1. Banki komercyjne	92,7	92,4	92,9	92,8	93,1
1.1. Banki krajowe	89,2	88,9	89,6	89,7	90,1
1.1.1. Z przewagą kapitału państwowego	39,6	40,2	44,4	46,5	48,0
1.1.2. Z przewagą kapitału prywatnego:	49,6	48,7	45,2	43,2	42,1
– polskiego	6,3	6,1	5,2	4,0	2,0
– zagranicznego	43,3	42,6	40,0	39,2	40,1
1.2. Oddziały instytucji kredytowych	3,5	3,5	3,3	3,1	3,0
2. Banki spółdzielcze	7,3	7,6	7,1	7,2	6,9
Sektor bankowy (1 + 2)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

<sup>1</sup> 307 banków spółdzielczych było członkami Systemu Ochrony Zrzeszenia BPS, a 179 Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB. 10 banków funkcjonowało poza systemami ochrony.

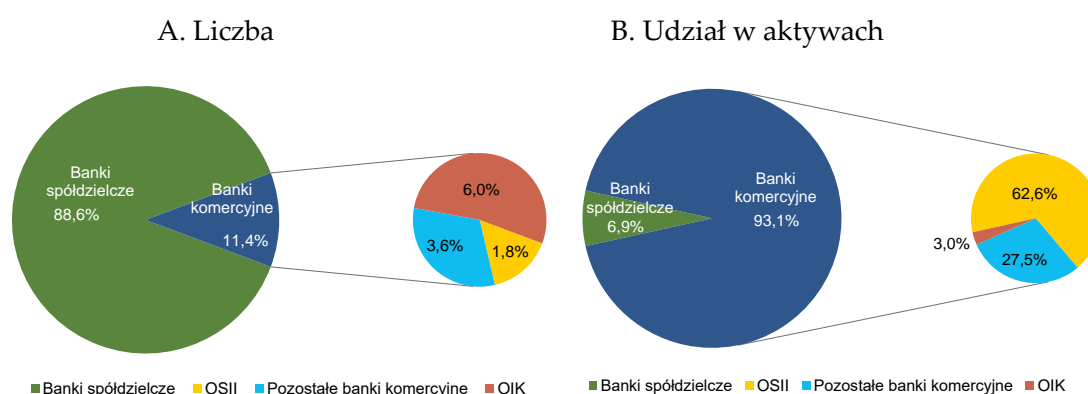
Źródło: NBP.

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 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, ok. 32% i 66% zobowiązań).

**Wykres 4.1.23.** Struktura podmiotowa sektora bankowego w Polsce na koniec 2022 r.



Źródło: NBP.

Pod względem wpływu na liczebność podmiotów bankowych, zmiany w strukturze sektora bankowego w 2022 r. wynikały głównie z konsolidacji banków spółdzielczych. Ich liczba obniżyła się w wyniku łączenia oraz przejęć, których celem była poprawa efektywności działania łączących się podmiotów poprzez wykorzystanie efektu skali i synergii (ramka 4.1.3). Z kolei wśród banków komercyjnych najistotniejsza zmiana dotyczyła Getin Noble Bank S.A. We wrześniu 2022 r. BFG rozpoczął przymusową restrukturyzację tego banku<sup>143</sup>, a jego dotychczasową działalność przeniesiono do Banku BFG S.A. (aktualna nazwa VeloBank S.A.), utworzonego przez BFG i System Ochrony Banków Komercyjnych stworzony przez osiem największych banków komercyjnych w Polsce.

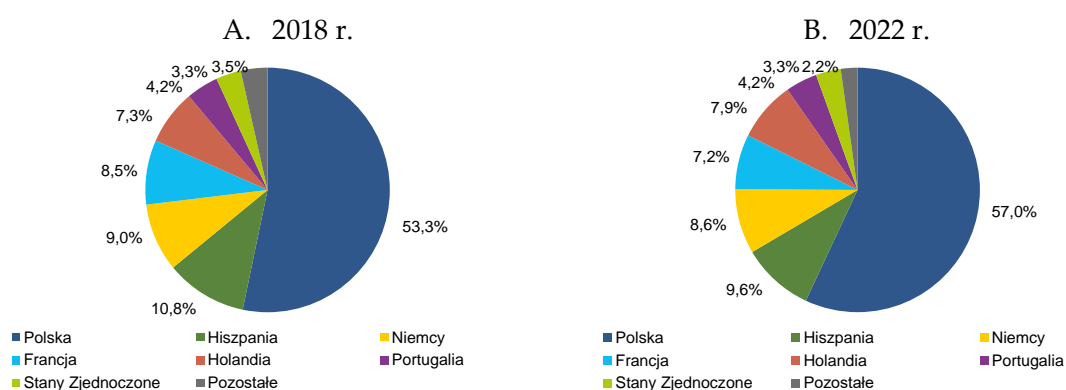
Zmiany strukturalne dotyczyły również oddziałów instytucji kredytowych. Działalność w Polsce zakończyły trzy oddziały (Banque PSA Finance S.A.<sup>144</sup>, BNP Paribas Securities Services S.A.,

<sup>143</sup> Komunikat BFG w sprawie przymusowej restrukturyzacji Getin Noble Bank S.A. (zob. <https://www.bfg.pl/przymusowa-restrukturyzacja-getin-noble-bank-s-a/>).

<sup>144</sup> Informacja o wykreśleniu Banque PSA Finance Spółka Akcyjna Oddział w Polsce z Krajowego Rejestru Sądowego (zob. [https://www.imsig.pl/pozycja/2022/79/KRS/220910,BANQUE\\_PSA\\_FINANCE\\_SP%C3%93%C5%81KA\\_A\\_KCYJNA\\_ODDZIA%C5%81\\_W\\_POLSCE\\_W\\_LIKWIDACJI](https://www.imsig.pl/pozycja/2022/79/KRS/220910,BANQUE_PSA_FINANCE_SP%C3%93%C5%81KA_A_KCYJNA_ODDZIA%C5%81_W_POLSCE_W_LIKWIDACJI)).

MUFG Bank (Europe) N.V.<sup>145</sup> i UBS Europe S.E.<sup>146</sup>), a jeden rozpoczął (Morgan Stanley Europe S.E. Oddział w Polsce<sup>147</sup>). Ze względu na małe rozmiary oddziałów instytucji kredytowych zmniejszenie się ich liczby nie wpłynęło zauważalnie na strukturę własnościową sektora bankowego w Polsce. Ponad połowa aktywów sektora była kontrolowana przez inwestorów krajowych, w tym około 48% z udziałem Skarbu Państwa (tabela 4.1.4, wykres 4.1.24). Udziały podmiotów z krajów najsilniej zaangażowanych w polskim sektorze bankowym pozostały na niemal niezmiennych poziomach.

**Wykres 4.1.24.** Struktura dominujących inwestorów w sektorze bankowym w Polsce według krajów pochodzenia kapitału właścicielskiego



Źródło: NBP.

Rok 2022 był kolejnym okresem wzrostu koncentracji sektora bankowego. Od 2014 r. obserwowane jest przyspieszenie tego procesu (wykres 4.1.25). Od tego czasu udział pięciu największych banków w aktywach całego sektora (CR5) wzrósł o ok. 12 pkt proc. do 57,9% w 2022 r., a wskaźnik koncentracji HHI – o ok. 0,026 do 0,085. Na tle krajów UE sektor bankowy w Polsce należy jednak do najniżej skoncentrowanych<sup>148</sup>.

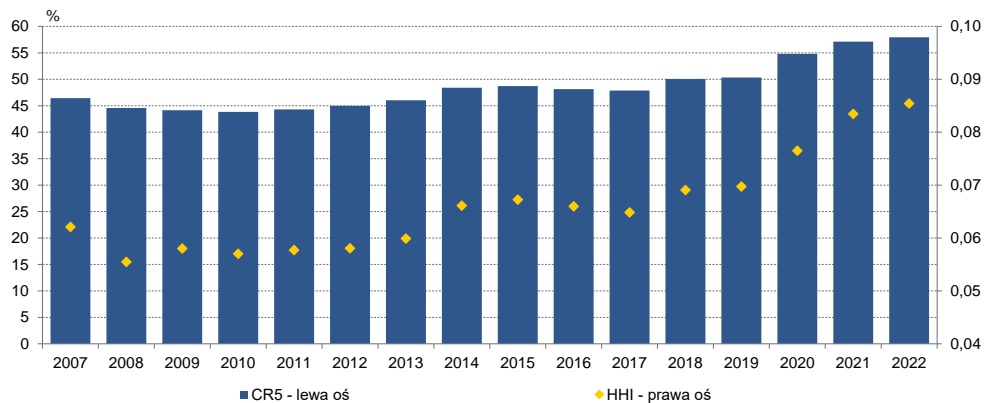
<sup>145</sup> Informacja z 20 stycznia 2023 r. o wykreśleniu MUFG Bank (Europe) N.V. S.A. Oddział w Polsce z rejestru przedsiębiorców (zob. <https://rejestr.io/krs/665562/mufg-bank-europe-n-v-s-a-oddzial-w-polsce>).

<sup>146</sup> Informacja o prowadzeniu niebankowej działalności usługowej (zob. <https://krs-pobierz.pl/ubs-europe-se-spolka-europejska-oddzial-w-polsce-i7014296>).

<sup>147</sup> Informacja o notyfikacji działalności Morgan Stanley Europe S.E. Oddział w Polsce (zob. [https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty\\_sektora\\_bankowego/zestawienie\\_notyfikacji\\_dot\\_dzialnosci\\_instytucji\\_kredytowych\\_na\\_terytorium\\_RP\\_poprzez\\_oddzial](https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_sektora_bankowego/zestawienie_notyfikacji_dot_dzialnosci_instytucji_kredytowych_na_terytorium_RP_poprzez_oddzial)).

<sup>148</sup> Polska zajmuje 21. i 22. pozycję pod względem, odpowiednio, CR5 i HHI; obliczenia NBP na podstawie ECB Statistical Data Warehouse.

**Wykres 4.1.25.** Wskaźniki koncentracji sektora bankowego w latach 2007-2022



Źródło: NBP.

## 4.2. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe

Sektor spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych na koniec 2022 r. stanowił około 0,3% polskiego systemu finansowego (wg wartości aktywów). Aktywa sektora wyniosły nieco ponad 10 mld zł i wzrosły o 0,6% r/r w efekcie zwiększenia ich wartości przez największe SKOK-i (tabela 4.2.1).

**Tabela 4.2.1.** Podstawowe dane finansowe sektora SKOK w latach 2019-2022

	2019	2020	2021	2022
Aktywa (mln zł)	9 430,3	9 551,5	10 035,0	10 094,2
w tym: aktywa płynne (mln zł)	1 920,1	1 727,3	1 840,7	1 585,7
<i>Wskaźnik rezerwy płynnej (%)</i>	11,5	12,6	12,8	10,96
Kredyty i pożyczki (mln zł)	6 037,7	6 531,4	6 931,6	7 071,8
<i>Udział kredytów zagrożonych (%)</i>	13,1	11,6	10,4	11,40
Depozyty (mln zł)	8 711,9	8 863,9	9 445,6	9 283,4
Fundusze własne (mln zł)	545,3	472,4	380,7	410,5
<i>Współczynnik wypłacalności (%)</i>	6,3	5,2	4,1	4,3
Wynik finansowy netto (mln zł)	12,1	-3,8	7,5	95,0
Liczba członków (tys.)	1 402,0	1 375,6	1 351,1	1 348,2
Liczba oddziałów i filii	780,0	737,0	730,0	718
Liczba działających kas	25	23	22	19

Uwaga: dane dla kas działających w wybranych okresach.

Źródło: UKNF.

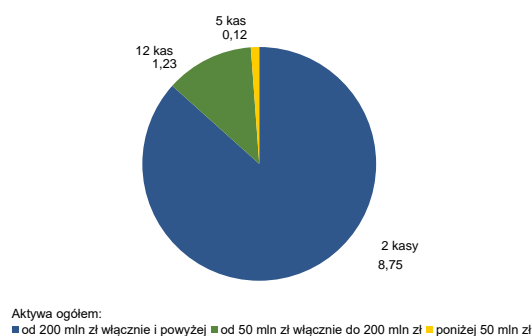
W 2022 r. w sektorze SKOK kontynuowane były procesy konsolidacyjne<sup>149</sup>, a liczba kas zmniejszyła się o trzy podmioty i na koniec roku działalność prowadziło 19 kas. Spadek liczby funkcjonujących kas, przy niewielkim wzroście wartości aktywów sektora, wpłynął na dalsze zwiększenie stopnia koncentracji sektorowej. Udział największych SKOK-ów (o aktywach powyżej 200 mln zł) wynosił na koniec 2022 r. ponad 86%, z kolei aktywa 5 najmniejszych (poniżej 50 mln zł)<sup>150</sup> nieco ponad 1% (wykres 4.2.1).

<sup>149</sup> W latach 2012-2022 liczba kas zmniejszyła się o 36, z czego: 25 kas zostało przejętych przez banki/kasy lub połączyły się z inną kasą, działalność 11 została zawieszona przez KNF, a właściwe sądy okręgowe ogłosiły ich upadłość.

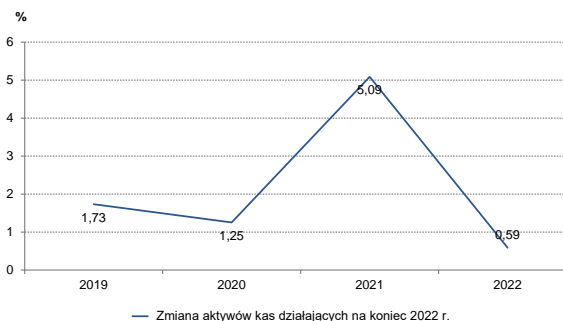
<sup>150</sup> W tej grupie 2 kasy posiadały status *małej kasy*, zgodnie z art. 1a pkt 5 ustawy o skok.

**Wykres 4.2.1.** Struktura sektora SKOK wg wielkości aktywów w 2022 r. (mld zł) i ich roczna zmiana w latach 2019-2022.

#### A. Struktura sektora SKOK



#### B. Roczna dynamika aktywów



Źródło: UKNF.

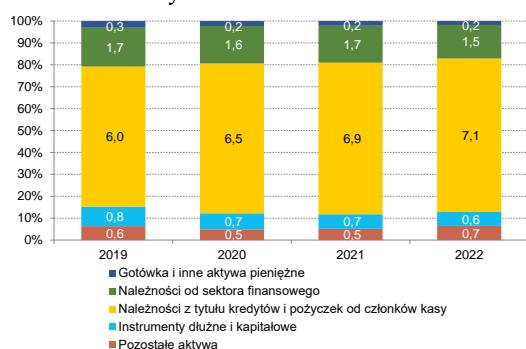
### Struktura aktywów i jakość portfela kredytowego

Struktura aktywów sektora SKOK nie uległa zasadniczej zmianie. Dominującą pozycją były należności od członków kas z tytułu kredytów i pożyczek (nieco ponad 70%), których wartość w ciągu roku wzrosła o 2% do 7,1 mld zł (wykres 4.2.2).

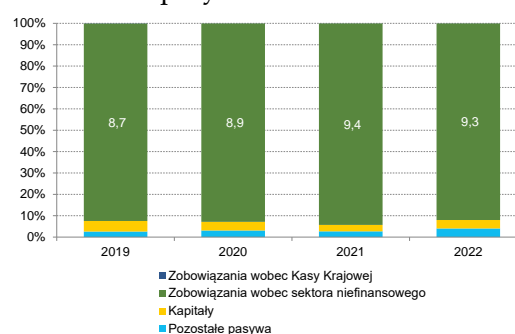
Drugą co do wartości pozycją aktywów były należności od sektora finansowego (15,3%), na które złożyły się głównie lokaty kas w Kasie Krajowej (1,53 mld zł) oraz w bankach krajowych (0,02 mld zł). Wartość należności od sektora finansowego spadła w ciągu roku o 8,5%, do 1,55 mld zł. Udział w aktywach SKOK-ów instrumentów dłużnych i kapitałowych (o wartości 0,64 mld zł) spadł nieznacznie w stosunku do 2021 r i wyniósł 6,6%.

**Wykres 4.2.2.** Struktura aktywów i pasywów kas w latach 2019-2022

#### A. Struktura aktywów



#### B. Struktura pasywów



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

Źródło: UKNF.

W odróżnieniu od sektora bankowego, SKOK-i odnotowały dodatnią dynamikę akcji kredytowej (2% r/r). Była ona skoncentrowana w segmencie kredytów dla osób prywatnych, w szczególności kredytów konsumpcyjnych, które wzrosły o 3% i na koniec 2022 r. wyniosły 6,7 mld zł, co

stanowiło prawie 95% portfela kredytowego. Z kolei kredyty mieszkaniowe spadły o 12% r/r do 0,3 mld zł (3,8% portfela). Kredyty dla przedsiębiorstw, które na koniec 2022 r. wyniosły 0,11 mld zł miały śladowy udział (0,16%) w portfelu kredytowym sektora SKOK. W strukturze terminowej przeważały należności z terminem zapadalności powyżej roku.

Jakość należności kredytowych kas w 2022 r. pogorszyła się, pomimo sprzedaży wierzytelności przeterminowanych<sup>151</sup> (wskaźnik kredytów zagrożonych wzrósł prawie o 1 pkt. proc. do 11,4%). Struktura portfela kredytów z rozpoznaną utratą wartości nie zmieniła się znacząco – 88,6% jego wartości stanowiły kredyty konsumpcyjne, a kredyty na nieruchomości 5,5%. Pokrycie kredytów przeterminowanych<sup>152</sup> odpisami zmniejszyło się o 6,3 pkt. proc. do 70,67%, co może oznaczać konieczność dalszego zwiększania odpisów w kolejnych okresach.

### **Pozycja płynnościowa**

Aktywa płynne kas zmniejszyły się o 13,8% i na koniec 2022 r. wynosiły 1,6 mld zł (co pokrywało 17,3% depozytów członków kas). Głównym składnikiem aktywów płynnych pozostawały lokaty w Kasie Krajowej, których udział nie zmienił się istotnie i wynosił 77%. Kasy utrzymywały swoje płynne środki również na rachunkach bieżących<sup>153</sup> i lokatach w bankach krajowych (odpowiednio w wysokości: 0,17 mld zł i 0,02 mld zł).

Podobnie jak w minionych latach, w 2022 r. wszystkie kasy utrzymywały wskaźnik rezerwy płynnej powyżej ustawowego minimum 10%, zaś wskaźnik dla całego sektora na koniec roku wyniósł 10,96% i był niższy niż w roku poprzednim o 1,79 pkt. proc.

### **Źródła finansowania**

Podstawowym źródłem finansowania działalności SKOK-ów pozostawały depozyty członków, przede wszystkim osób prywatnych. Wartość depozytów na koniec 2022 r. wynosiła 9,3 mld zł i w ciągu roku spadła o 0,17 mld zł (tj. o 1,6%). Średnia wartość depozytu na koniec roku wynosiła około 16 tys. zł.

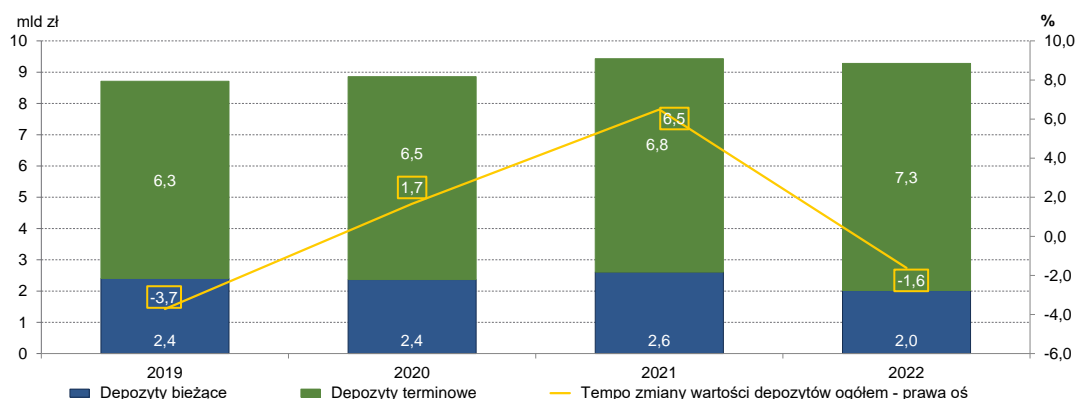
Zmianie uległa struktura terminowa depozytów. Depozyty bieżące zmniejszyły się o 0,6 mld zł, a depozyty terminowe wzrosły o 0,5 mld zł, co spowodowało zwiększenie ich udziału w strukturze depozytów do 78% (wykres 4.2.3).

---

<sup>151</sup> W 2022 r. wartość brutto sprzedanych wierzytelności (głównie przeterminowanych powyżej 12 miesięcy) wyniosła 0,37 mld zł, zaś od 2012 r. około 5,5 mld zł.

<sup>152</sup> Opóźnionych w spłacie powyżej 3 miesięcy.

<sup>153</sup> Głównie w Kasie Krajowej i bankach wykazywane w bilansie w pozycji gotówka i inne aktywa pieniężne.

**Wykres 4.2.3.** Struktura i roczne tempo zmian depozytów członków SKOK w latach 2019-2022

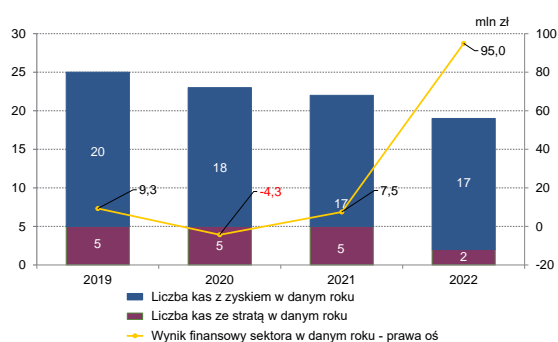
Źródło: UKNF.

### Wyniki finansowe

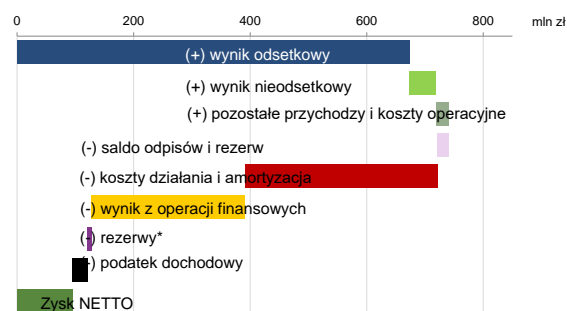
Na koniec 2022 r. sektor SKOK osiągnął prawie 95 mln zł zysku, podczas gdy na koniec poprzedniego roku wynik był znacznie mniejszy i wyniósł 7,4 mln zł (wykres 4.2.4.A). Największy udział w wynikach całego sektora miały kasy o aktywach powyżej 200 mln zł, które wypracowały łącznie ponad 95% zysku. Kasy, które wygenerowały w 2022 r. straty reprezentowały łącznie nieco ponad 1% aktywów sektora.

**Wykres 4.2.4.** Wyniki finansowe sektora SKOK w latach 2019-2022 oraz struktura wyniku finansowego w 2022 r.

#### A. Liczba kas wykazujących zysk/stratę oraz wynik finansowy sektora SKOK



#### B. Struktura wyniku finansowego sektora SKOK w 2022 r.



\* rezerwy głównie z tytułu ryzyka związanego z orzeczeniem Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) w sprawie uprawnienia konsumenta do obniżki kosztu kredytu w przypadku przedterminowej spłaty kwoty kredytu konsumenckiego (sprawa C 383/18).

Źródło: UKNF.

Głównym czynnikiem poprawy zyskowności sektora w 2022 r. były wyraźnie lepsze wyniki odsetkowe, które stanowiły podstawę osiąganych przez kasy wyników (wykres 4.2.4.B). Niemniej jednak, na koniec 2022 r. roczna dynamika kosztów odsetkowych (215%) była wyraźnie wyższa niż przychodów odsetkowych (29%).



Sprzyjająca sytuacja rynkowa pozwoliła na poprawę relacji wyniku z działalności podstawowej do kosztów działania (102% w 2021 r., 72% w 2022 r.) Pomimo tego koszty działania kas (330 mln zł), w tym koszty usług obcych i wynagrodzeń, wzrosły o prawie 6%. Negatywny wpływ na wyniki kas miała również konieczność utworzenia dodatkowych odpisów aktualizujących, w związku z pogarszającą się jakością aktywów.

Wyniki niektórych kas nadal obciążone były zawiązanymi na koniec 2022 r. roku rezerwami z tytułu ryzyka związanego z orzeczeniem Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) z 2018 r. w sprawie uprawnienia konsumenta do obniżki kosztu kredytu w przypadku przedterminowej spłaty kwoty kredytu konsumenckiego (sprawa C 383/18). Rezerwy te były w 2022 r. jednak znacznie niższe niż w roku poprzednim (o prawie 80%) i wyniosły 6,8 mln zł.

### **Fundusze własne i adekwatność kapitałowa kas**

Pozycja kapitałowa sektora SKOK uległa nieznacznej poprawie, jednak nadal sektor wykazywał niedobory kapitałowe. Średni współczynnik wypłacalności w sektorze utrzymywał się poniżej ustawowego minimum (pomimo wzrostu o 0,3 pkt. proc.) i na koniec 2022 r. wyniósł 4,4%. Niedobór kapitałów całego sektora do osiągnięcia 5% wymogu kapitałowego wyniósł ponad 60 mln zł i zmniejszył się w porównaniu do 2021 r. o 25 mln zł (wykres 4.2.6.A).

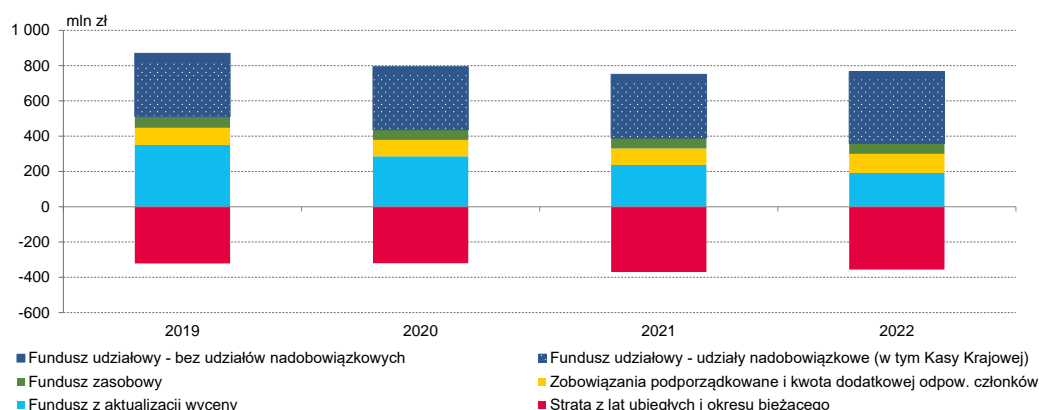
Wartość funduszy własnych kas osiągnęła poziom 410,5 mln zł. Wzrost funduszy własnych o 29,8 mln zł spowodowany był przede wszystkim kolejnym wsparciem kapitałowym udzielonym przez Kasę Krajową jednej z kas, co miało bezpośredni wpływ na zwiększenie wartości udziałów nadobowiązkowych<sup>154</sup> w sektorze o 44 mln zł. Zwiększyły się również zobowiązania podporządkowane (o 14 mln zł w stosunku do 2021 r.), głównie w wyniku zaliczenia do funduszy własnych pożyczki podporządkowanej udzielonej jednej z kas.

Negatywnie na fundusze własne oddziaływał ponad 48% spadek wartości funduszu z aktualizacji wyceny aktywów, który na koniec 2022 r. wyniósł 191 mln zł. Dodatkowo, niewielki w stosunku do skali działania sektora wynik finansowy za 2021 r., nie pozwolił na znaczące zasilenie funduszu zasobowego i pokrycie strat wygenerowanych przez kasy w latach poprzednich (wykres 4.2.5).

---

<sup>154</sup> Fundusz udziałowy oparty jest w głównej mierze na udziałach nadobowiązkowych wykupionych w ramach zwrotnej pomocy stabilizacyjnej przez Kasę Krajową (89% funduszu udziałowego to udziały nadobowiązkowe). Kasy są bowiem zobowiązane do zwrotu uzyskanej pomocy i jednocześnie spełnienia wymogów kapitałowych, zgodnie z założeniami zawartymi w programach naprawczych i harmonogramami ich realizacji.

Wykres 4.2.5. Struktura funduszy własnych sektora SKOK w latach 2019-2022

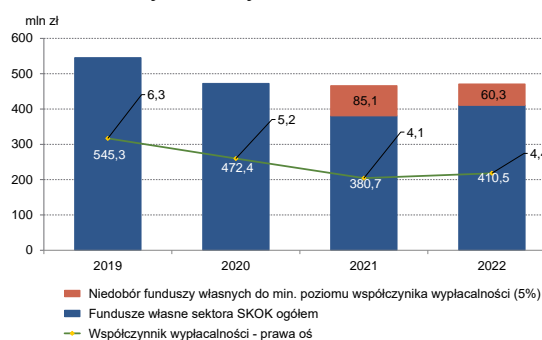


Źródło: UKNF.

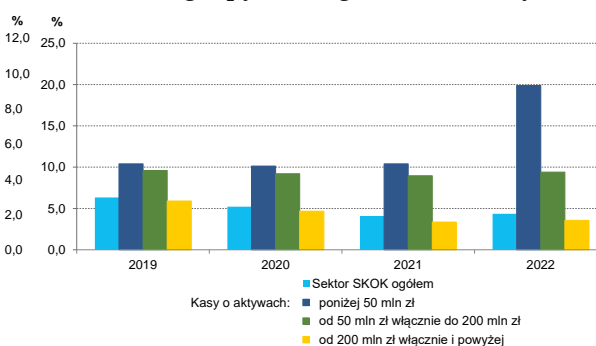
Pozycja kapitałowa poszczególnych kas była zróżnicowana. Najlepszą charakteryzowały się kasy o aktywach poniżej 50 mln zł, wykazujące współczynnik wypłacalności na poziomie prawie 20%. Natomiast najgorzej skapitalizowanymi kasami, ze współczynnikiem znacznie poniżej ustawowego minimum, były kasy o aktywach powyżej 200 mln zł (wykres 4.2.6.B), a ich pozycja kapitałowa w 2022 r. nie uległa znaczącej poprawie.

Wykres 4.2.6. Fundusze własne i współczynnik wypłacalności sektora SKOK w latach 2019-2022

#### A. Współczynnik wypłacalności i niedobór funduszy własnych sektora SKOK



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



Źródło: UKNF.

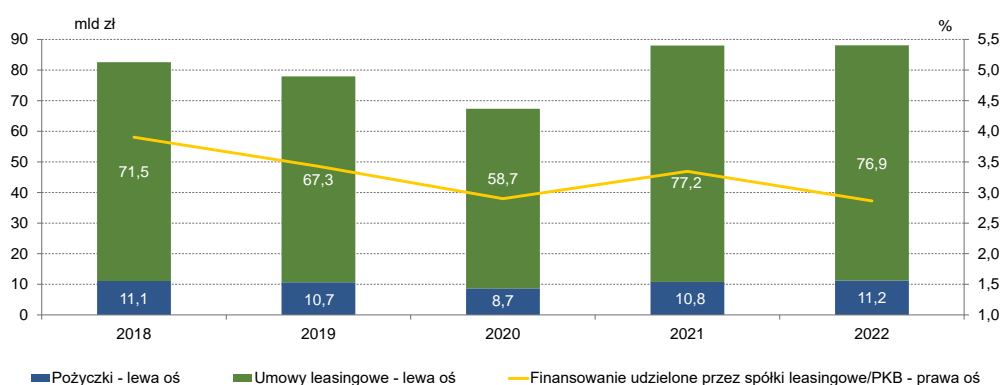
### 4.3. Instytucje niebankowe świadczące usługi finansowe

#### 4.3.1. Podmioty świadczące usługi leasingu

##### Wielkość rynku

W 2022 r. spółki leasingowe udzieliły finansowania o wartości 88,1 mld zł, jedynie o 0,1% większej niż w 2021 r. Podobnie jak w poprzednim roku umowy leasingu odpowiadały za 87,2% tej kwoty, a pożyczki za 12,8%. Podczas gdy leasing był wykorzystywany przede wszystkim do zakupu pojazdów, środki pozyskane z pożyczek służyły przede wszystkim sfinansowaniu nabycia maszyn i urządzeń. Relacja finansowania udzielonego przez firmy leasingowe do PKB obniżyła się z 3,3% w 2021 r. do 2,9% w 2022 r. (wykres 4.3.1). Całkowita wartość aktywnego portfela branży leasingowej była wyższa o 6,4% w porównaniu z końcem 2021 r. i wyniosła 176,5 mld zł. Około 97% tej kwoty stanowiły ruchomości (172 mld zł).

**Wykres 4.3.1.** Wartość finansowania udzielonego przez spółki leasingowe w Polsce w latach 2018–2022



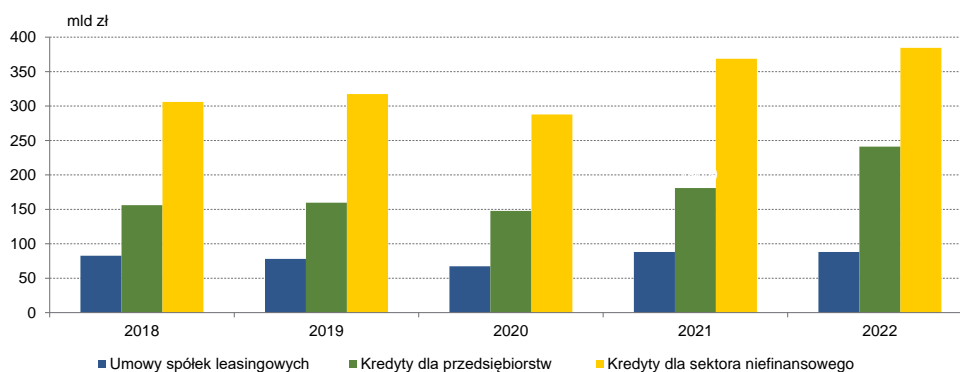
Uwaga: dane mogą różnić się od zaprezentowanych w poprzednich edycjach raportu ze względu na dokonane korekty.

Źródło: ZPL, GUS.

Według danych GUS liczba zawartych nowych umów leasingu w 2022 r. była niższa o 112 tys. (o 17,1%) w porównaniu z poprzednim rokiem. O ponad 20% zmniejszyło się również grono klientów. W grupie kontrahentów spółek leasingowych przeważały mikro i małe firmy, czyli przedsiębiorstwa o obrotach do 20 mln zł. W porównaniu z 2021 r. spadła jednak liczba mikro firm (obroty do 5 mln zł) korzystających z oferty spółek leasingowych. Nadal małe znaczenie dla przedsiębiorstw leasingowych mieli klienci indywidualni (0,6%). Najliczniejszą grupę nowych leasingobiorców stanowiły przedsiębiorstwa prowadzące działalność związaną z kulturą, rozrywką i rekreacją. Z kolei pod względem wartości nowych umów leasingu przeważały firmy działające w branżach transportu i gospodarki magazynowej oraz handlu, i naprawy pojazdów samochodowych. Wskaźnik wartości umów zawartych przez spółki leasingowe do nowo udzielonych kredytów dla sektora niefinansowego pozostawał na poziomie zbliżonym do obserwowanego w latach poprzednich. Z kolei finansowanie dostarczone przez te podmioty w

2022 r. stanowiło około 37% (blisko 50% w 2021 r.) wartości nowych kredytów dla przedsiębiorstw (wykres 4.3.2).

**Wykres 4.3.2.** Wartość nowo udzielonych kredytów dla sektora niefinansowego oraz nowo zawartych umów leasingu w latach 2018–2022



Uwaga: wartość kredytów udzielonych w złotych oraz euro, bez umów renegeowanych.

Źródło: ZPL, NBP.

Większość podmiotów z branży leasingowej prowadziła działalność jako spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (67%). Jednocześnie około trzy czwarte firm leasingowych było częścią grup kapitałowych (głównie bankowych). Koncentracja w tym sektorze nie zmieniła się istotnie w porównaniu z 2021 r. Trzy największe instytucje posiadały 31% udziału w branży mierzonego wartością udzielonego finansowania (30% na koniec 2021 r.). Największy podmiot dostarczył środków o łącznej wartości 11,7 mld zł (spadek o 0,1 mld zł w porównaniu z 2021 r.).

Głównym źródłem finansowania działalności spółek leasingowych w 2022 r., podobnie jak w poprzednich latach, były kredyty bankowe. Ich udział wyniósł 76%, o 2 pkt proc. mniej niż w 2021 r. Z kolei środki pochodzące z emisji papierów dłużnych stanowiły jedynie około 4% pozyskanych środków. Wzrosło natomiast znaczenie kapitału własnego, który odpowiadał za blisko 9% źródeł finansowania (5,0% w 2021 r.).

Na koniec 2022 r. wartość aktywów 56 podmiotów, dla których leasing był jedynym lub dominującym rodzajem działalności wyniosła 175 mld zł (w 2021 r. aktywa 61 spółek wyniosły 161,5 mld zł). Aktywa obrotowe stanowiły 36,6% wartości majątku ogółem. Przedsiębiorstwa leasingowe wypracowały zysk netto w kwocie 1,7 mld zł (o 0,2 mld zł więcej niż w 2021 r.). Poprawa wyników finansowych wynikała przede wszystkim z większych o blisko 50% (o 5,6 mld zł) przychodów ze sprzedaży względem roku ubiegłego. Pozwoliło to z kolei na pokrycie rosnących na skutek wzrostu stóp procentowych kosztów obsługi zadłużenia. Koszty finansowe wzrosły bowiem o 174%, tj. o 4,6 mld zł. Tylko 6 spośród 56 spółek poniosło w 2022 r. stratę w wysokości 42 mln zł. Były to mniejsze podmioty, których przychody stanowiły mniej niż 2% przychodów sektora.

### Struktura sfinansowanych aktywów

Głównymi aktywami finansowanymi przez spółki leasingowe, podobnie jak w poprzednich latach, były środki ruchome, w tym zwłaszcza środki transportu drogowego (tabela 4.3.1). Wartość pojazdów lekkich<sup>155</sup> sfinansowanych w 2022 r. była niższa o około 5% w porównaniu z 2021 r. i wyniosła 37,3 mld zł. Spadek ten wynikał w głównej mierze z niższej wartości wyleasingowanych aut osobowych (29,8 mld zł wobec 31,8 mld zł w 2021 r.). W 2022 r. firmy leasingowe po raz kolejny zwiększyły finansowanie pojazdów ciężarowych. Wartość tych aktywów wzrosła o 11,1% (z 19,4 mld zł do 21,5 mld zł). W grupie maszyn i urządzeń największe znaczenie miały maszyny rolnicze (23,9%) i sprzęt budowlany (14,6%). Wartość finansowania nieruchomości przez spółki leasingowe pozostawała w dalszym ciągu niewielka (0,6 mld zł).

**Tabela 4.3.1.** Aktywa sfinansowane przez spółki leasingowe w latach 2019–2022

	Wartość (w mld zł)				Struktura (w %)			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
<b>Środki ruchome, w tym:</b>	77,1	66,5	87,2	87,5	99,0	98,7	99,1	99,3
- maszyny i urządzenia	21,5	19,7	24,7	25,1	27,6	29,2	28,1	28,4
- komputery i sprzęt biurowy	1,1	1,0	1,0	1,1	1,4	1,5	1,2	1,2
- środki transportu kolejowego, powietrznego, wodnego	1,2	1,0	1,4	1,1	1,5	1,5	1,6	1,2
- środki transportu drogowego, w tym:	52,8	44,3	59,4	59,6	67,8	65,7	67,5	67,6
- samochody osobowe	29,3	26,6	32,7	31,2	37,6	39,5	37,2	35,4
<b>Nieruchomości</b>	0,8	0,9	0,8	0,6	1,0	1,3	0,9	0,7
<b>Środki ruchome i nieruchomości ogółem</b>	<b>77,9</b>	<b>67,4</b>	<b>88,0</b>	<b>88,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100</b>

Źródło: ZPL.

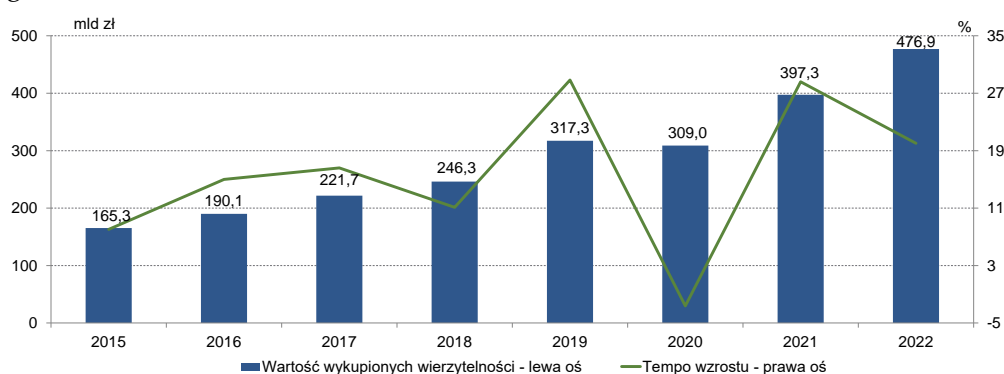
### 4.3.2. Podmioty świadczące usługi faktoringu

#### Wielkość rynku

Według danych GUS wartość wierzytelności wykupionych przez krajowe podmioty świadczące usługi faktoringowe w 2022 r. zwiększyła się z 397,3 mld zł do 476,9 mld zł (wykres 4.3.3). Tempo wzrostu osłabło jednak z blisko 30% w 2021 r. do 20% w 2022 r. Nastąpił również nieznaczny spadek (o 3%) liczby klientów, do 25,5 tys. Mimo to przedsiębiorcy korzystający z faktoringu częściej uzyskiwali finansowanie na wyższe sumy, o czym świadczył wzrost liczby wykupionych faktur z 21,7 mln w 2021 r. do 23,9 mln na koniec 2022 r. Jednym z czynników sprzyjających rozwojowi rynku było rządowe wsparcie w ramach programu gwarancji spłaty limitu faktoringowego udzielanej przez Bank Gospodarstwa Krajowego.

<sup>155</sup> Do kategorii pojazdów lekkich, według danych ZPL zalicza się: pojazdy osobowe oraz pojazdy dostawcze i ciężarowe do 3,5 tony.

**Wykres 4.3.3.** Wartość wierzytelności wykupionych przez podmioty świadczące usługi faktoringowe w latach 2015–2022



Źródło: GUS.

Sektor usług faktoringowych był zdominowany przez banki i spółki z bankowych grup kapitałowych. Ich udział w rynku nie zmienił się w porównaniu z 2021 r. i wyniósł około 87%<sup>156</sup>. Trzy największe podmioty, które należały do bankowych grup kapitałowych, wykupiły połowę wszystkich wierzytelności sektora. Zgodnie z danymi GUS banki odpowiadały za 17,6% wartości wykupionych faktur.

Struktura klientów korzystających z usług firm faktoringowych różniła się w zależności od analizowanego kryterium. Pod względem wartości wykupionych wierzytelności 81% klientów stanowiły przedsiębiorstwa działające w branżach handlu hurtowego i detalicznego (46,4%) oraz przetwórstwa przemysłowego (34,6%). Nie były one jednak najliczniejszą grupą klientów. Największa ich liczba (25,2%) działała bowiem w branży transportu i gospodarki magazynowej. Ponad 60% faktorantów stanowiły małe podmioty, dla których wartość obrotów z faktoraми była niższa niż 1 mln zł.

Krajowi faktorzy korzystali z różnych źródeł finansowania swojej działalności. Banki do wykupu wierzytelności wykorzystywały środki własne. W przypadku faktoringowych przedsiębiorstw niebankowych źródłem finansowania były kredyty, pożyczki oraz obligacje korporacyjne. W 2022 r. skala finansowania pochodzącego z kapitału obcego zwiększyła się o ponad 30%. Wartość zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów wyniosła 29,2 mld zł, pożyczek – 9,6 mld zł i emisji papierów dłużnych – 4,5 mld zł. Podmioty, dla których faktoring był jedyną lub dominującą działalnością, znacznie zwiększyły przychody, z 1,1 mld zł w 2021 r. do 2,7 mld zł w 2022 r. Nie przełożyło się to jednak na istotny wzrost wyniku finansowego. Instytucje te wypracowały 0,27 mld zł zysku, o 0,02 mld zł więcej niż w 2021 r.

### Struktura faktoringu

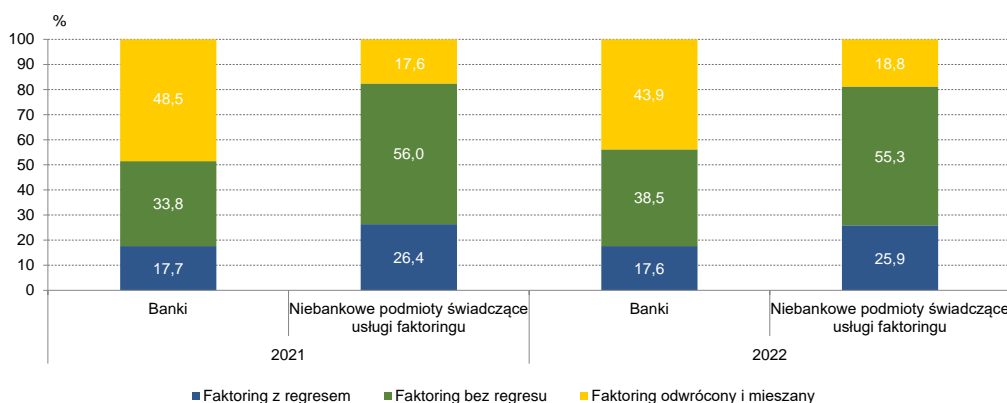
W 2022 r. zwiększyła się skala działalności polskich faktorów na rynku krajowym. Udział

<sup>156</sup> Obliczenia na podstawie danych PZF.

wierzytelności krajowych, gdzie zarówno faktorant, jak i kontrahent prowadzili działalność w Polsce wzrósł z 84% do 88%. Spadła natomiast wartość wierzytelności wykupionych w ramach faktoringu zagranicznego, z 65,5 mld zł w 2021 r. do 58,3 mld zł w 2022 r. Spadek dotyczył działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwa niebankowe, podczas gdy banki zwiększyły swój udział w wierzytelnościach zagranicznych do ponad 20%.

W 2022 r. struktura wykupionych wierzytelności w faktoringu krajowym nie zmieniła się istotnie w porównaniu z poprzednimi latami. Klienci wciąż najczęściej korzystali z usług faktoringu bez regresu (pełnego)<sup>157</sup>. Wartość wykupionych wierzytelności w ramach faktoringu pełnego wzrosła z 172,7 mld zł w 2021 r. do 219,5 mld zł w 2022 r., zwiększając tym samym jego udział w rynku do 46%. Struktura wykupionych wierzytelności była jednak odmienna dla podmiotów niebankowych i banków. Usługi niebankowych firm faktoringowych były zdominowane przez faktoring pełny. W przypadku banków, największe znaczenie miał faktoring odwrócony<sup>158</sup> i mieszany<sup>159</sup>, jednak w 2022 r. jego udział nieznacznie spadł na korzyść faktoringu bez regresu (wykres 4.3.4).

**Wykres 4.3.4.** Struktura wykupionych wierzytelności w faktoringu krajowym w latach 2021–2022



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

<sup>157</sup> Faktoring pełny jest to usługa, w której faktor udziela finansowania skracając okres regulowania należności i przyjmuje na siebie ryzyko niewypłacalności kontrahenta.

<sup>158</sup> Faktoring odwrócony jest to usługa, w której przedsiębiorca wskazuje faktorowi kontrahentów, którzy będą korzystać z takiego finansowania.

<sup>159</sup> 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 faktoranta.



wyłącznie ze środków własnych. Oznacza to, że część firm, udzielając pożyczek<sup>160</sup>, może dokonywać transformacji terminów zapadalności lub transformacji płynności. Szacuje się, że zadłużenie firm pożyczkowych z tytułu obligacji wyemitowanych na krajowym rynku kapitałowym na koniec 2022 r. wyniosło blisko 378 mln zł<sup>161</sup>.

Firmy pożyczkowe udzielające kredytów konsumenckich podlegają wymogom określonym w ustawie o kredycie konsumenckim<sup>162</sup>. Podmioty te mogą prowadzić działalność wyłącznie w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością albo spółki akcyjnej. Kapitał zakładowy nie może pochodzić z kredytu, pożyczki, emisji obligacji ani ze źródeł nieudokumentowanych. Spełnianie tych wymogów jest warunkiem wpisania podmiotu do prowadzonego przez KNF rejestru firm pożyczkowych udzielających kredytów konsumenckich, a następnie prowadzenia działalności w zakresie udzielania tych kredytów. Na koniec 2022 r. do wspomnianego rejestru były wpisane 523 firmy pożyczkowe<sup>163</sup>.

Istotny wpływ na funkcjonowanie firm pożyczkowych w najbliższych latach będą miały rozwiązania regulacyjne, przyjęte w 2022 r. w ustawie o zmianie ustaw w celu przeciwdziałania lichwie<sup>164</sup>. Rozwiązania, które weszły w życie 18 grudnia 2022 r., zwiększyły minimalną wysokość kapitału zakładowego firmy pożyczkowej z 200 tys. zł do 1 mln zł oraz nałożyły obowiązek ustanowienia rady nadzorczej w przypadku firm pożyczkowych prowadzących działalność w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością<sup>165</sup>. Wprowadzono także zakaz emisji obligacji na finansowanie kredytów konsumenckich. Ważną zmianą wprowadzoną wspomnianą ustawą było ponadto objęcie firm pożyczkowych od 1 stycznia 2024 r. nadzorem KNF oraz związany z tym obowiązek sprawozdawczy.

Wprowadzenie obowiązkowej sprawozdawczości firm pożyczkowych umożliwi monitorowanie ich bieżącej działalności przez organy państwa odpowiedzialne m.in. za realizację zadań związanych z ochroną konsumenta. W szczególności pozwala na ustalenie, ile z wpisanych do wspomnianego rejestru firm pożyczkowych prowadzi aktywną działalność w zakresie udzielania kredytów konsumenckich. Sprawozdawczość ta stanowi również cenne źródło informacji na temat skali działalności tych firm (m.in. liczby i wartości udzielonych kredytów konsumenckich, struktury terminowej i walutowej, źródeł finansowania działalności), która w pewnych

---

<sup>160</sup> Wykorzystywane w tym podrozdziale pojęcia pożyczek i pożyczek niebankowych obejmują obie kategorie należności analizowanych firm, tj. kredyty konsumenckie i pożyczki dla przedsiębiorstw.

<sup>161</sup> Szacunki na podstawie Rejestru Zobowiązań Emitentów (RZE) prowadzonego przez KDPW.

<sup>162</sup> Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 1028).

<sup>163</sup> *Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2022 roku*, UKNF, Warszawa 2022, dokument dostępny na stronie: [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie\\_z\\_dzialalnosci\\_UKNF\\_oraz\\_KNF\\_w\\_2022\\_roku\\_82836.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie_z_dzialalnosci_UKNF_oraz_KNF_w_2022_roku_82836.pdf).

<sup>164</sup> Ustawa z dnia 6 października 2022 r. o zmianie ustaw w celu przeciwdziałania lichwie (Dz.U. z 2022 r., poz. 2339) wprowadzająca m.in. zmiany w ustawie o kredycie konsumenckim.

<sup>165</sup> Do 31 grudnia 2023 r. firmy pożyczkowe muszą się dostosować do nowych wymogów kapitałowych i organizacyjnych warunkujących dalsze prowadzenie działalności polegającej na udzielaniu kredytów konsumenckich.

okolicznościach może generować koszty społeczne, ponieważ zobowiązania wynikające z udzielonych przez wspomniane podmioty kredytów konsumenckich mogą w przypadku części gospodarstw domowych istotnie ograniczać ich dochody do dyspozycji. Brak nadzoru nad firmami pożyczkowymi zwiększałby ryzyko negatywnej selekcji klientów ze względu na ich zdolność kredytową, a także mógłby oddziaływać na jakość portfela kredytowego banków. Z danych BIK wynika bowiem, że niemal 69% klientów firm pożyczkowych posiada kredyt w banku.

Dotychczas dostępne dane na temat wielkości rynku pożyczek niebankowych nie są ani kompletne, ani spójne, tzn. zawierają informacje tylko na temat części rynku, a szacunki dotyczące skali działalności sektora firm pożyczkowych mogą być rozbieżne. Wykorzystane w dalszej części tego podrozdziału dane pochodzą z GUS<sup>166</sup>, Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce (ZPF)<sup>167</sup> oraz BIK<sup>168</sup>.

W badaniu GUS dotyczącym działalności firm pożyczkowych w 2022 r. wzięły udział 122 podmioty (w tym 4 współpracowały z bankami). Spośród badanych firm dla 71 udzielanie pożyczek stanowiło jedyny rodzaj działalności, a dla 30 była to działalność dominująca. Dla 21 podmiotów udzielanie pożyczek stanowiło uboczny rodzaj działalności. Według danych GUS łączna wartość pożyczek udzielonych przez firmy pożyczkowe w 2022 r. wyniosła 17,1 mld zł i była o prawie 24% wyższa niż w 2021 r. (tabela 4.3.1). Na wartość tę złożyły się kredyty konsumenckie dla osób fizycznych w kwocie 9,1 mld zł oraz dla przedsiębiorstw – 8,0 mld zł. Wzrostowi wartości udzielonych pożyczek towarzyszyło zwiększenie liczby podpisanych umów. Spośród badanych przez GUS firm pożyczkowych 83 samodzielnie wykonywały działania windykacyjne zagrożonych należności, a 107 prowadziło monitoring udzielonych pożyczek.

**Tabela 4.3.1.** Pożyczki udzielone przez firmy pożyczkowe w latach 2021–2022

	2021	2022
Liczba podpisanych umów (tys.), z tego:	3 072,1	3 742,4
- z osobami fizycznymi	3 030,8	3 542,1
- z przedsiębiorstwami	41,3	200,3
Wartość udzielonych pożyczek (w mld zł), z tego:	13,8	17,1
- osobom fizycznym	7,4	9,1
- przedsiębiorstwom	6,4	8,0

Źródło: *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2022 r. (aneks statystyczny)*, GUS, Warszawa 2023.

<sup>166</sup> *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2022 r.*, GUS, Warszawa 2023 r. W materiale GUS dane za 2021 r. zostały zaprezentowane dla zbiorowości będącej przedmiotem badania za 2022 r. i mogą różnić się od danych z poprzedniej edycji opracowania.

<sup>167</sup> *Sektor instytucji pożyczkowych w Polsce. Raport z badania ankietowego w Polsce 2022 rok*, ZPF, Gdańsk 2023 r. W badaniu wzięło udział 13 firm pożyczkowych będących członkami ZPF, nie obejmowało ono największej firmy pożyczkowej w Polsce.

<sup>168</sup> *BIK podsumowuje 2022 r. na rynku kredytów i pożyczek oraz prognozuje 2023 r.*, BIK, 26 stycznia 2023 r., informacje dostępne na stronie: <https://media.bik.pl/informacje-prasowe/789059/bik-podsumowuje-2022-r-na-rynku-kredytow-i-pożyczek-oraz-prognozuje-2023-r>.

Wnioski z badania ankietowego przeprowadzonego wśród kilkunastu firm pożyczkowych należących do ZPF wskazują, że firmy pożyczkowe udzieliły w analizowanym okresie pożyczek o wartości 4,8 mld zł, co stanowiło wzrost o prawie o 24% w porównaniu z poprzednim rokiem. Na koniec 2022 r. wartość portfela tych pożyczek wyniosła 3,6 mld zł, tj. o 886,7 mln zł więcej niż rok wcześniej.

Z kolei zgodnie z informacjami BIK wspomniane podmioty w 2022 r. pożyczyły swoim klientom 9,1 mld zł, a wartość portfela pożyczek na koniec analizowanego okresu osiągnęła 6,0 mld zł, co stanowiło 3,1% zadłużenia osób fizycznych z tytułu kredytów konsumpcyjnych udzielonych przez banki na koniec grudnia 2022 r. Ponadto z danych BIK wynika, że jakość portfela należności w sektorze firm pożyczkowych była wyraźnie gorsza niż jakość portfela kredytów konsumpcyjnych w sektorze bankowym. W pierwszym przypadku opóźnienia w spłacie raty powyżej 90 dni odnotowano w odniesieniu do 22,9% pożyczek udzielonych w latach 2021–2022. Natomiast w przypadku banków wskaźnik ten wyniósł, odpowiednio, 8,1% dla kredytów gotówkowych i 2,6% 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 kredytu w banku. Z danych ZPF wynika, że średnia wartość pożyczki udzielonej przez firmy pożyczkowe w 2022 r. wyniosła 2,7 tys. zł (wg BIK około 2,5 tys. zł). Dla porównania średnia kwota kredytu gotówkowego udzielonego przez bank w 2022 r. wyniosła prawie 20,6 tys. zł.

Większa skala finansowania udzielonego w 2022 r. przez firmy pożyczkowe przełożyła się na wzrost wartości aktywów tych instytucji z 13,1 mld zł do 14,4 mld zł (tabela 4.3.2). Z danych GUS<sup>169</sup> wynika, że firmy pożyczkowe w analizowanym okresie odnotowały wzrost przychodów netto ze sprzedaży o 30,3%. Jednocześnie o 19,2% wzrosły koszty ich działalności operacyjnej. W rezultacie badane przez GUS podmioty wypracowały 608,2 mln zł zysku netto za 2022 r. (wzrost o 27,8% w porównaniu z rokiem poprzednim).

**Tabela 4.3.2.** Podstawowe dane finansowe dotyczące krajowych firm pożyczkowych w latach w 2021–2022 (w mln zł)

	2021	2022
Aktywa firm pożyczkowych	13 100,4	14 386,5
Kapitały własne firm pożyczkowych	2 287,7	2 397,2
Przychody netto ze sprzedaży	2 796,8	3 643,2
Koszty działalności operacyjnej	1 645,4	1 960,8
Koszty finansowe	815,1	1 033,2
Zysk netto/strata netto	476,1	608,2

Źródło: *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2022 r.*, GUS, Warszawa 2023.

<sup>169</sup> Analiza GUS dokonana na podstawie danych o 97 podmiotach udzielających pożyczek ze środków własnych.

Według danych ZPF firmy pożyczkowe w ostatnich latach koncentrowały się na sprzedaży internetowej (75,5% pożyczek udzielonych w 2022 r.), rzadziej natomiast oferowały pożyczki z obsługą w domu – 11,4% wartości udzielonych pożyczek. W strukturze nowo zawartych umów w 2022 r. najwięcej było pożyczek z terminem spłaty do 3 miesięcy (48,5% pod względem wartości). Pożyczki udzielone na okres od 3 miesięcy do 1 roku stanowiły 8,4%, a na okres od 1 roku do 2 lat – 15,2%. Z kolei udział pożyczek z terminem spłaty powyżej 2 lat w wartości nowych umów wyniósł 27,9%. Wskazuje to na utrzymywanie się obserwowanej od 2020 r. tendencji do zmniejszania się udziału pożyczek z najkrótszym terminem spłaty (z 58,7% w 2020 r. do 48,5 % w 2022 r.), która może być związana m.in. z rozwojem usług płatności odroczonej (*buy now, pay later* – BNPL) świadczonych przez wspomniane podmioty.

Do wzmocnienia tej tendencji może przyczynić się obowiązujące od 18 grudnia 2022 r. obniżenie limitu określającego maksymalną wielkość pozaodsetkowych kosztów kredytu konsumenckiego<sup>170</sup>. Zgodnie z przyjętymi rozwiązaniami<sup>171</sup> wspomniane 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. W efekcie firmy pożyczkowe mogą wycofywać z ofert pożyczki udzielane na krótkie terminy oraz ograniczać skalę finansowania dla klientów o najbardziej ryzykownym profilu.

#### 4.3.4. Pośrednicy kredytowi

Podstawowym przedmiotem działalności pośredników kredytowych jest sprzedaż kredytów i pożyczek udzielanych przez banki oraz pożyczek niebankowych oferowanych przez firmy pożyczkowe. Inne usługi świadczone przez tych pośredników obejmują doradztwo przy zakupie ubezpieczeń, tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych oraz przy wyborze programów oszczędnościowych. Najwięksi pośrednicy kredytowi są powiązani kapitałowo z bankami lub grupami finansowymi i działają w skali ogólnopolskiej.

<sup>170</sup> Od 8 marca 2020 r. do 30 czerwca 2021 r. również obowiązywał obniżony limit określający maksymalną wielkość pozaodsetkowych kosztów kredytu konsumenckiego. Limit ten wprowadzono czasowo w reakcji na pandemię COVID-19. Szerzej w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2020 r.*, NBP, Warszawa 2021, s. 50 oraz 143.

<sup>171</sup> Art. 7 pkt 4 ustawy z dnia 6 października 2022 r. o zmianie ustaw w celu przeciwdziałania lichwie, wprowadzający zmiany w art. 36a i 36c ustawy z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim.

Zgodnie z ustawą o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami<sup>172</sup> KNF prowadzi rejestr pośredników kredytowych, obejmujący pośredników kredytu hipotecznego oraz pośredników kredytu konsumenckiego. Na koniec 2022 r. do tego rejestru wpisanych było 808 pośredników kredytu hipotecznego (w tym 12 podmiotów zagranicznych, korzystających ze swobody świadczenia usług) oraz 41 444 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 wpisu 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.

Na działalność pośredników kredytowych w 2022 r. silnie wpłynęło zacieśnianie polityki pieniężnej<sup>173</sup> oraz spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Odnotowany spadek łącznej wartości kredytów i pożyczek udzielonych przez banki we współpracy z pośrednikami w analizowanym okresie wynikał zarówno ze zmniejszenia popytu gospodarstw domowych na kredyty mieszkaniowe, jak i z utrzymywania zaostrzonych kryteriów i warunków udzielania kredytów przez banki (m.in. na skutek wejścia w życie zaleceń zmienionej Rekomendacji S)<sup>174</sup>. Według danych GUS<sup>175</sup> wspomniana wartość w analizowanym okresie wyniosła 33 mld zł i była o 39% niższa niż rok wcześniej. Złożyły się na nią kredyty i pożyczki udzielone osobom fizycznym na kwotę prawie 31 mld zł oraz przedsiębiorstwom na kwotę ponad 2 mld zł (tabela 4.3.3). Najważniejszymi produktami oferowanymi przez pośredników kredytowych były kredyty hipoteczne oraz kredyty i pożyczki gotówkowe. Ich udział w wartości sprzedanych produktów wyniósł 96%, a w liczbie podpisanych umów – 95%. Zgodnie z danymi GUS w 2022 r. przy udziale pośredników sprzedano kredyty hipoteczne o wartości 25 mld zł (o 46% mniej niż rok wcześniej). Szacunki Związku Firm Pośrednictwa Finansowego (ZFPF) również wskazują na spadek wartości

---

<sup>172</sup> 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. 2023 r., poz. 1028) w odniesieniu do warunków rozpoczęcia i prowadzenia działalności przez pośredników kredytu konsumenckiego i hipotecznego.

<sup>173</sup> W okresie styczeń–wrzesień Rada Polityki Pieniężnej ośmiokrotnie podniosła stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną z 1,75% do 6,75%.

<sup>174</sup> *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych*, NBP, Warszawa, edycje ze stycznia, kwietnia, lipca i października 2022 r.

<sup>175</sup> *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2022 r.*, GUS, Warszawa 2023. Badanie GUS objęło 104 pośredników kredytowych. Dla 59 z nich badanych podmiotów świadczenie usług pośrednictwa kredytowego stanowiło jedyny rodzaj działalności, dla 34 była to działalność dominująca, a dla 11 uboczna. W przywołanym materiale GUS dane za 2021 r. zostały zaprezentowane dla zbiorowości będącej przedmiotem badania za 2022 r., w związku z czym mogą różnić się od danych z poprzedniej edycji opracowania.

kredytów hipotecznych udzielonych przez banki we współpracy z pośrednikami zrzeszonymi w tej organizacji<sup>176</sup> (o 49% w porównaniu z 2021 r.).

Najwięcej umów zawarto w placówkach stacjonarnych oraz za pośrednictwem akwizytorów w domach klientów – odpowiednio 57% oraz 13% wartości podpisanych umów. Z kolei umowy zawarte z wykorzystaniem kanału internetowego lub telefonicznie stanowiły około 15% wartości wszystkich kredytów i pożyczek udzielonych przy współpracy z pośrednikami<sup>177</sup>.

**Tabela 4.3.3.** Kredyty i pożyczki udzielone we współpracy z pośrednikami kredytowymi w 2022 r.

	Liczba podpisanych umów (tys.)		Wartość udzielonych kredytów i pożyczek (mld zł)	
	Osoby fizyczne	Przedsiębiorstwa	Osoby fizyczne	Przedsiębiorstwa
Kredyty i pożyczki ogółem, z tego:	859,7	26,2	30,9	2,2
- gotówkowe	736,3	8,1	6,0	0,9
- hipoteczne	70,0	0,5	24,5	0,3
- samochodowe	2,2	3,3	0,1	0,0
- inne	25,1	14,3	0,2	0,9

Uwaga: ze względu na zaokrąglenia sumy wartości kategorii podrzędnych mogą się nieznacznie różnić od wartości kategorii nadrzędnych.

Źródło: *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2022 r. (aneks statystyczny)*, GUS, Warszawa 2023.

Z danych GUS<sup>178</sup> wynika, że spadek wartości umów kredytów i pożyczek zawartych w 2022 r. przy udziale pośredników kredytowych przełożył się na zmniejszenie przychodów netto ze sprzedaży i w efekcie spadek przychodów ogółem tych podmiotów w porównaniu z 2021 r. Jednocześnie istotnie wzrosły koszty ich działalności, w tym w szczególności pozostałe koszty operacyjne (świadczenie usług pośrednictwa kredytowego dla wielu podmiotów nie było podstawowym rodzajem działalności). W rezultacie zysk netto pośredników kredytowych uczestniczących w badaniu GUS w analizowanym okresie wyniósł 2,4 mln zł (wobec 100,3 mln zł rok wcześniej).

<sup>176</sup> Informacje zamieszczone na stronie internetowej ZFPF: <https://zwiazek-posrednikow.pl/aktualnosci/37koniec-2022-r-z-wysokimi-stopami-procentowymi-i-rekordowo-wysoka-inflacja-w-roli-glownej%22>.

<sup>177</sup> Dane GUS dotyczące kanałów dystrybucji obejmują zarówno firmy pożyczkowe, jak i pośredników kredytowych.

<sup>178</sup> Analiza GUS dokonana na podstawie danych dotyczących 64 pośredników kredytowych współpracujących z bankami.

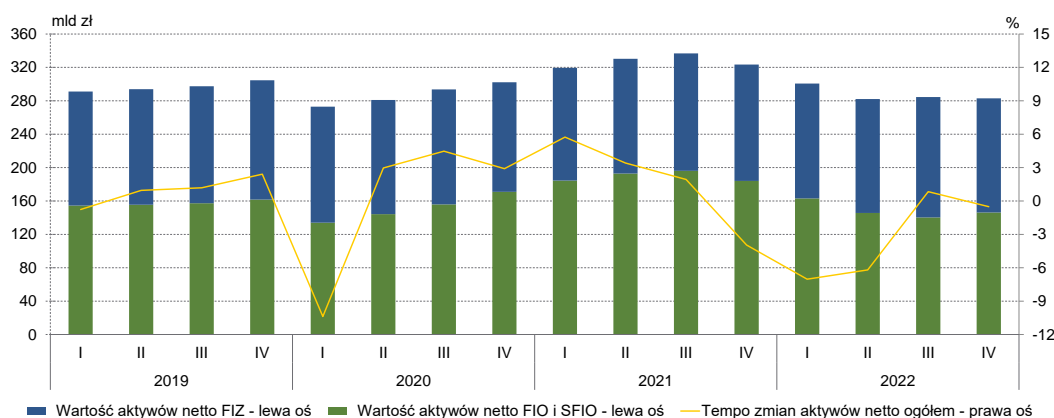


## 4.4. Fundusze inwestycyjne

### 4.4.1. Wielkość sektora

W 2022 r. aktywa netto funduszy inwestycyjnych zmniejszyły się o 12,5% (tj. o 40,4 mld zł) i na koniec grudnia osiągnęły wartość 283,0 mld zł (wykres 4.4.1). Był to największy spadek od czasu wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Spowodował go przede wszystkim istotny odpływ środków z funduszy, który miał miejsce w I połowie roku w związku z agresją zbrojną Rosji wobec Ukrainy. Znaczny wpływ na zmniejszenie aktywów sektora miały ponadto dalsze konsekwencje ekonomiczne wojny, w tym zwłaszcza spadki rynkowych wycen instrumentów finansowych. Warunki działalności okazały się najtrudniejsze dla funduszy otwartych, które odnotowały największy z dotychczas zaobserwowanych odpływ środków oraz istotne pogorszenie wyniku z operacji (wykres 4.4.2).

**Wykres 4.4.1.** Wartość oraz kwartalne tempo zmian aktywów netto funduszy inwestycyjnych w latach 2019–2022



Źródło: NBP.

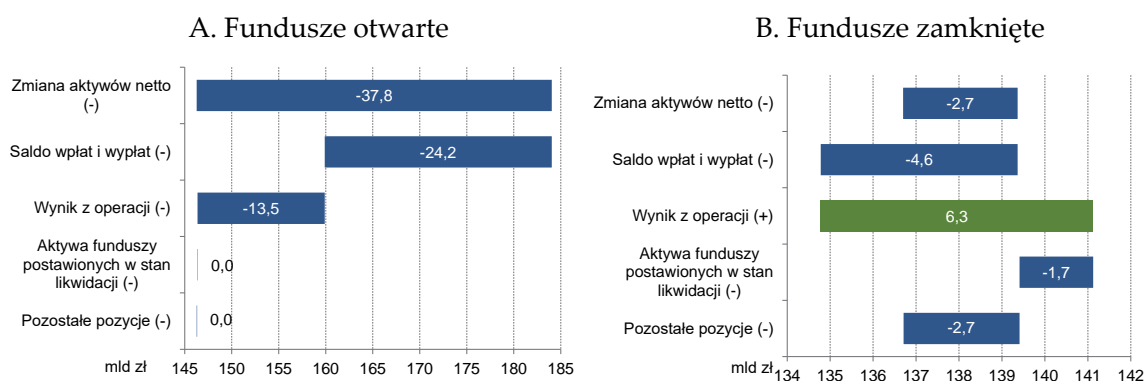
W 2022 r. saldo wpłat i wypłat wyniosło -28,7 mld zł, co stanowiło około 9% aktywów netto funduszy według stanu na koniec 2021 r. Inwestorzy wycofali najwięcej środków w pierwszym kwartale w związku wysoką niepewnością rozwoju sytuacji na świecie, wynikającą z zagrożenia eskalacją wojny w Ukrainie i rosnącymi napięciami geopolitycznymi. W kolejnych kwartałach saldo napływu dla całego sektora pozostało ujemne, przy czym kwoty wypłacanych środków były już mniejsze (wykres 4.4.3). Najwięcej środków w ujęciu netto wypłacili gospodarstwa domowe (19,9 mld zł) oraz zakłady ubezpieczeń (4,2 mld zł). Inwestorzy wycofywali środki ze wszystkich typów funduszy<sup>179</sup>, jednak najwięcej z funduszy papierów dłużnych (19,2 mld zł). Na koniec roku

<sup>179</sup> Saldo w ujęciu rocznym, natomiast kwartalne dodatnie saldo napływu miało miejsce w przypadku funduszy akcji w IV kwartale oraz w funduszach mieszanych w III kwartale.



około połowa aktywów ulokowanych przez gospodarstwa domowe w tytułach uczestnictwa funduszy inwestycyjnych była wciąż zgromadzona w funduszach papierów dłużnych.

**Wykres 4.4.2.** Dekompozycja zmian wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w 2022 r.



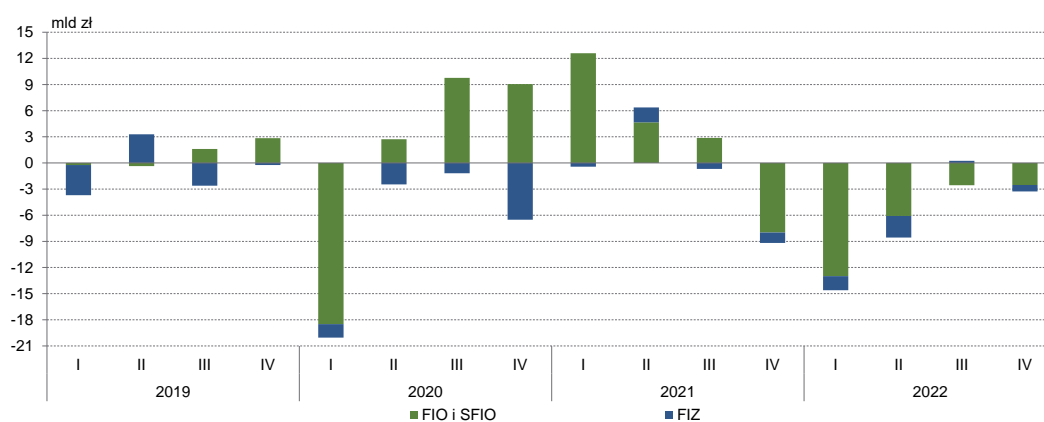
Uwaga: wartość 2,7 mld zł prezentowana w kategorii pozostałe pozycje w funduszach zamkniętych dotyczyła umorzenia należności z tytułu certyfikatów nie w pełni opłaconych.

Źródło: NBP.

Gospodarstwa domowe były nadal najbardziej znaczącą kategorią w strukturze nabywców tytułów uczestnictwa (wykres 4.4.4). Większość zaangażowanego przez nie kapitału stanowiły jednostki uczestnictwa funduszy otwartych, przy czym coraz większe znaczenie w tej części portfela gospodarstw domowych miały – ze względu na systematyczne zasilanie składkami pracowników i pracodawców – środki zgromadzone w funduszach zdefiniowanej daty w ramach PPK<sup>180</sup>. Na koniec roku gospodarstwa domowe dysponowały jednostkami uczestnictwa o wartości 112,5 mld zł (z tego 9% stanowiły jednostki funduszy zdefiniowanej daty), tj. o 26,8 mld zł mniejszej niż rok wcześniej, oraz certyfikatami inwestycyjnymi na kwotę 21,9 mld zł (4,4 mld zł mniej w porównaniu z końcem 2021 r.).

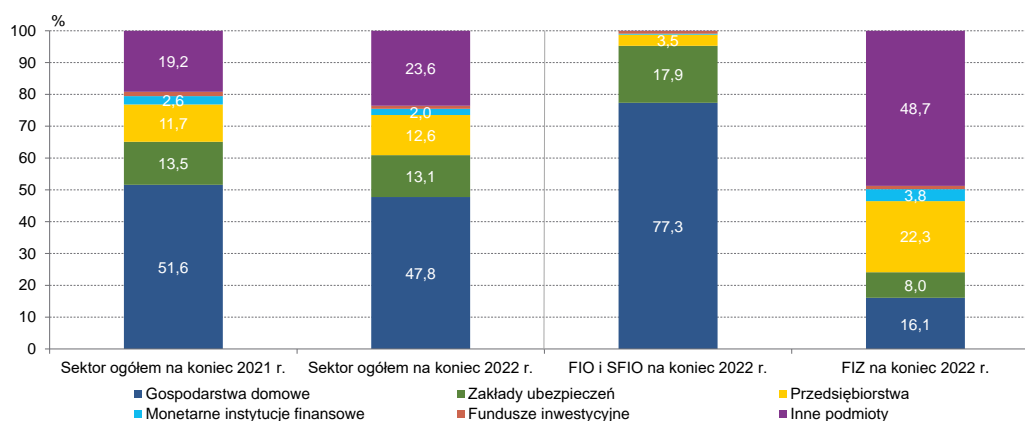
Krajowe gospodarstwa domowe nadal inwestowały głównie w jednostki uczestnictwa funduszy papierów dłużnych, co może świadczyć o ich niskiej skłonności do ryzyka oraz chęci zachowania płynności portfela. Było to wyraźnie widoczne w 2022 r., gdy pod wpływem zaburzeń na światowych rynkach finansowych Polacy wycofali z funduszy znaczne kwoty zainwestowanych środków, zwiększyli wartość oszczędności zdeponowanych w bankach oraz nabywali obligacje Skarbu Państwa. W rezultacie udział tytułów uczestnictwa w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych spadł z około 9,5% do 7,5%, a relacja środków zgromadzonych przez nie w funduszach inwestycyjnych do wartości depozytów bankowych zmniejszyła się z około 16% do 12,4%.

<sup>180</sup> 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 2019–2022

Źródło: NBP.

Drugą najważniejszą kategorią nabywców tytułów uczestnictwa byli nadal inwestorzy klasyfikowani do grupy innych podmiotów<sup>181</sup>. Jednocześnie byli oni głównymi posiadaczami certyfikatów inwestycyjnych. Wśród nich największe znaczenie miały zagraniczne instytucje typu *captive* i udzielające pożyczek, 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 powiązanych<sup>182</sup>.

**Wykres 4.4.4.** Struktura posiadaczy tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych na koniec 2021 r. i 2022 r. (% aktywów netto)

Źródło: NBP.

W 2022 r. nastąpił dalszy spadek udziału zakładów ubezpieczeń w strukturze inwestorów funduszy inwestycyjnych. Wartość zgromadzonych przez nie w tej formie środków zmniejszyła

<sup>181</sup> 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.

<sup>182</sup> 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).

się (głównie na skutek wypłat netto) o około 15%. W istotnej części były to pośrednio lokaty gospodarstw domowych, ponieważ stanowiły je środki zaangażowane w ramach UFK.

Przedsiębiorstwa niefinansowe były jedyną kategorią nabywców tytułów uczestnictwa, która w analizowanym okresie wpłaciła netto środki do funduszy. Saldo wpłat i wypłat było jednak niewielkie (0,2 mld zł) i dotyczyło wyłącznie funduszy zamkniętych. Wartość tytułów uczestnictwa posiadanych przez tę grupę inwestorów spadła z 37,9 mld zł na koniec 2021 r. do 35,7 mld zł na koniec 2022 r., przy czym dominująca część kapitału (85%) była ulokowana w formie certyfikatów inwestycyjnych. W analizowanym okresie przedsiębiorstwa (głównie krajowe podmioty) sprzedawały jednostki uczestnictwa oraz kupowały certyfikaty inwestycyjne.

### **Liczba funduszy inwestycyjnych**

W 2022 r. po raz kolejny zmniejszyła się liczba krajowych funduszy inwestycyjnych, ponadto zaobserwowano spadek populacji subfunduszy (tabela 4.4.1). Największe zmiany dotyczyły funduszy zamkniętych, przy czym – podobnie jak w poprzednich latach – było to związane z rozpoczętymi wcześniej procesami likwidacji. Grupa podmiotów znajdujących się na takim etapie była nadal liczna (139), jednak mniejsza niż rok wcześniej.

Fundusze zamknięte pozostały największą częścią analizowanego sektora, z ponad 80-procentowym udziałem (według liczby)<sup>183</sup>. Wśród nich dominowały podmioty niebędące funduszami publicznymi (ich udział w aktywach netto FIZ-ów wyniósł powyżej 98%). Na koniec 2022 r. na krajowym rynku było tylko 35 publicznych funduszy zamkniętych<sup>184</sup> (ich liczba nie zmieniła się w porównaniu z poprzednim rokiem), przy czym 9 z nich prowadziło działalność w formie funduszy portfelowych i zarządzało nimi to samo towarzystwo. Podmioty te, będące krajowym odpowiednikiem funduszy ETF, nadal stanowiły bardzo niewielką część sektora funduszy inwestycyjnych, z aktywami poniżej 0,5 mld zł. Certyfikaty inwestycyjne takich funduszy były emitowane w sposób ciągły i zgodnie z obowiązującymi w Polsce regulacjami musiały być oferowane w drodze oferty publicznej, 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.

<sup>183</sup> Udział funduszy zamkniętych w aktywach netto całego sektora wyniósł około 48%.

<sup>184</sup> Jeden z podmiotów znajdował się w likwidacji.

**Tabela 4.4.1.** Liczba funduszy inwestycyjnych oraz subfunduszy w Polsce w latach 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Fundusze inwestycyjne otwarte	48	47	45	42
Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	66	68	69	69
Fundusze zamknięte	699	622	592	561
<b>Ogółem</b>	<b>813</b>	<b>737</b>	<b>706</b>	<b>672</b>
Subfundusze	708	728	736	711

Uwaga: podane liczby obejmują również fundusze w likwidacji.

Źródło: UKNF.

W 2022 r. powstało niewiele nowych podmiotów – KNF wydała zezwolenie na utworzenie jednego SFIO, ponadto zostało zarejestrowanych 17 funduszy zamkniętych, których certyfikaty inwestycyjne nie były oferowane w drodze oferty publicznej, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu<sup>185</sup>. Istotnie zwiększyła się natomiast liczba podmiotów, które prowadziły lub zamierzały prowadzić w Polsce działalność transgranicznie. Na koniec grudnia w rejestrze KNF było wpisanych 48 funduszy zagranicznych (UCITS), tj. o 16 więcej niż rok wcześniej, a populacja wchodzących w ich skład subfunduszy zwiększyła się z 674 do 844 (tj. o 170 więcej). Krajowy organ nadzoru otrzymał także dwie notyfikacje spółek zarządzających (tj. podmiotów zarządzających funduszami typu UCITS) o zamiarze prowadzenia na terytorium Polski działalności na zasadzie swobody świadczenia usług (bez zakładania oddziału). Ponadto zamiar wprowadzania do obrotu swoich tytułów uczestnictwa na terytorium Polski zgłosiło 165 alternatywnych funduszy inwestycyjnych (tj. funduszy innych niż fundusze UCITS) oraz 64 wydzielone w nich subfundusze, a także 52 europejskie fundusze *venture capital* (EuVECA). Do organu nadzoru wpłynęły także notyfikacje dwóch podmiotów zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi z siedzibą za granicą o planowanym rozpoczęciu w Polsce działalności bez zakładania oddziału.

#### 4.4.2. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych

W 2022 r. w aktywach netto sektora nadal przeważały fundusze otwarte, jednak ich udział zmniejszył się (tabela 4.4.2). Było to spowodowane znacznie większym spadkiem ich aktywów (20,5%) w porównaniu z funduszami zamkniętymi (1,9%). Analizowany okres był kolejnym, w którym w grupie funduszy otwartych malała przewaga FIO. Zdecydowała o tym istotnie wyższa skala umorzeń w tych podmiotach oraz fakt, że w SFIO coraz większy udział miały aktywa funduszy zdefiniowanej daty, tj. podmiotów, do których systematycznie napływały środki.

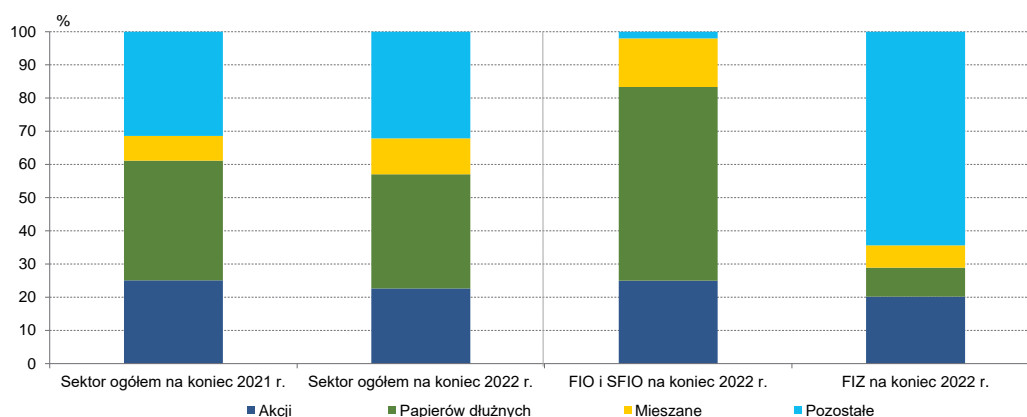
<sup>185</sup> W 2021 r. zarejestrowano 18 takich funduszy zamkniętych. We wcześniejszych latach rejestracji było znacznie więcej. Por. poprzednie edycje tego opracowania.

**Tabela 4.4.2.** Aktywa netto sektora funduszy inwestycyjnych według ich rodzajów w latach 2019–2022

	2019		2020		2021		2022	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Fundusze inwestycyjne otwarte	109,5	36,0	113,0	37,4	114,4	35,4	87,5	30,9
Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	52,2	17,1	58,0	19,2	69,7	21,6	58,8	20,8
<b>Razem fundusze otwarte</b>	<b>161,7</b>	<b>53,1</b>	<b>171,0</b>	<b>56,6</b>	<b>184,1</b>	<b>56,9</b>	<b>146,3</b>	<b>51,7</b>
Fundusze zamknięte	142,8	46,9	131,2	43,4	139,4	43,1	136,7	48,3
<b>Ogółem</b>	<b>304,5</b>	<b>100</b>	<b>302,2</b>	<b>100</b>	<b>323,4</b>	<b>100</b>	<b>283,0</b>	<b>100</b>

Źródło: NBP.

W strukturze aktywów sektora pod względem polityki inwestycyjnej nie zaszły istotne zmiany (wykres 4.4.5). Największą część stanowiły nadal fundusze papierów dłużnych. Ze względu na istotny odpływ środków z tych podmiotów ich aktywa były jednak znacznie mniejsze niż rok wcześniej (tabela 4.4.3). Niewiele niższą wartością aktywów dysponowały podmioty klasyfikowane jako fundusze pozostałe. Trzecią grupą, z udziałem w aktywach sektora oscylującym wokół jednej czwartej, były fundusze akcji. Jedynym typem funduszy, który odnotował wzrost zgromadzonych środków, były fundusze mieszane. Ich udział w aktywach sektora zwiększył się z 7,5% do 10,8%.

**Wykres 4.4.5.** Struktura sektora funduszy inwestycyjnych według ich typów na koniec 2021 r. i 2022 r. (% aktywów netto)

Źródło: NBP.

Największą częścią środków zgromadzonych w funduszach otwartych dysponowały fundusze papierów dłużnych (na koniec 2022 r. ich udział w aktywach netto FIO i SFIO wyniósł około 58%), a w przypadku funduszy zamkniętych fundusze pozostałe (blisko 60%), do których zaliczały się m.in. fundusze sekurytyzacyjne. W analizowanym okresie aktywa netto tych ostatnich wzrosły o około 11% i na koniec roku wyniosły 10,6 mld zł. Wśród funduszy zamkniętych aktywami o największej wartości (około 108 mld zł) dysponowały fundusze aktywów niepublicznych, które mogły być tworzone dla ograniczonego grona inwestorów (niejednokrotnie tylko dla jednego

uczestnika) i dedykowane ich potrzebom inwestycyjnym. Na koniec 2022 r. funkcjonowało około 200 takich podmiotów, a udział zgromadzonych w nich aktywów w aktywach netto funduszy zamkniętych wyniósł blisko 80%<sup>186</sup>.

**Tabela 4.4.3.** Aktywa netto sektora funduszy inwestycyjnych według ich typów w latach 2019–2022

	2019		2020		2021		2022	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Akcji	39,9	13,1	43,5	14,4	81,1	25,1	64,2	22,7
Papierów dłużnych	112,3	36,9	112,9	37,4	116,7	36,1	97,2	34,3
Mieszane	15,7	5,2	16,4	5,4	24,1	7,5	30,7	10,8
Pozostałe	136,7	44,9	129,4	42,8	101,5	31,4	90,9	32,1
<b>Ogółem</b>	<b>304,5</b>	<b>100,0</b>	<b>302,2</b>	<b>100,0</b>	<b>323,4</b>	<b>100,0</b>	<b>283,0</b>	<b>100,0</b>

Źródło: NBP.

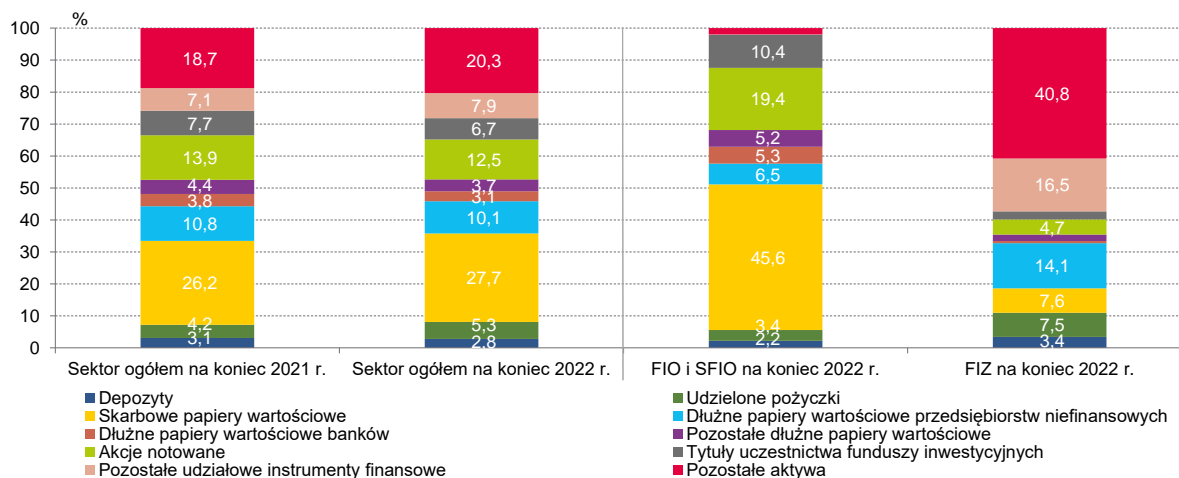
#### 4.4.3. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych

Największą część lokat funduszy inwestycyjnych nadal stanowiły dłużne papiery wartościowe, przy czym ich udział był znacznie wyższy w przypadku funduszy otwartych (wykres 4.4.6). W analizowanym okresie wartość instrumentów dłużnych w portfelach funduszy istotnie się zmniejszyła (o blisko 13%), głównie z powodu konieczności ich sprzedaży w celu realizacji wzmożonych umorzeń, ale także na skutek spadku wycen papierów wartościowych na rynkach finansowych. Drugą pod względem wartości kategorią aktywów funduszy inwestycyjnych były udziałowe instrumenty finansowe. Ich wartość także istotnie spadła (o ponad 16%), jednak źródłem tego spadku były przede wszystkim niekorzystne wyceny akcji na giełdach, a w mniejszym stopniu ujemne saldo transakcji tymi instrumentami. W przypadku funduszy zamkniętych największą część aktywów nadal stanowiły należności z tytułu nieopłaconych certyfikatów inwestycyjnych (42,7 mld zł)<sup>187</sup>.

<sup>186</sup> Fundusze aktywów niepublicznych mogą być tworzone również jako specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte stosujące zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Na koniec 2022 r. funkcjonowało 7 takich podmiotów, a wartość ich aktywów nie przekraczała 0,2 mld zł.

<sup>187</sup> Zgodnie z art. 137 ustawy o funduszach inwestycyjnych nieopłacony certyfikat inwestycyjny może mieć wyłącznie formę certyfikatu imiennego, a możliwość wydania takiego instrumentu uczestnikowi musi być przewidziana w statucie funduszu. Statut funduszu powinien ponadto określać termin płatności za wydanie certyfikatu. Obowiązujące regulacje nie określają maksymalnego terminu płatności z tego tytułu, wskazują jedynie, że fundusz musi umorzyć certyfikat, jeśli uczestnik go nie opłaci w ciągu 6 miesięcy od upływu terminu płatności wskazanego w statucie.

Wykres 4.4.6. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych na koniec 2021 r. i 2022 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.

W portfelu dłużnym funduszy inwestycyjnych największe znaczenie miały krajowe obligacje skarbowe. Instrumenty te były jedyną kategorią papierów dłużnych w aktywach funduszy, które w 2022 r. odnotowały wzrost wartości (na koniec 2022 r. wyniosła ona 57,4 mld zł, tj. o około 2% więcej niż rok wcześniej). Źródłem tego wzrostu były zakupy obligacji przez fundusze dokonywane w II i III kwartale roku oraz wzrost ich wyceny w II połowie roku. W rezultacie udział tych papierów w portfelu dłużnym funduszy zwiększył się z 36% do 42%, nadal jednak był on niższy niż przed wybuchem pandemii, gdy wynosił ponad 50%. Dodatkowo roczne saldo sprzedaży dotyczyło, inaczej niż w 2021 r., instrumentów o oprocentowaniu stałym oraz obligacji kierowanych na rynki zagraniczne. Najwięcej papierów o oprocentowaniu zmiennym fundusze sprzedały w IV kwartale roku. Skala tej sprzedaży w ujęciu rocznym była zbliżona do wartości zakupów instrumentów stałokuponowych. Nie zmieniła się jednak istotnie struktura portfela krajowych obligacji skarbowych według formuły ich oprocentowania. Nadal dominowały w niej obligacje zmiennokuponowe, gdyż wycena tych papierów wzrosła w przeciwieństwie do instrumentów o stałym oprocentowaniu<sup>188</sup>.

W 2022 r. zmniejszył się ponadto portfel posiadanych przez fundusze gwarantowanych przez Skarb Państwa obligacji PFR wyemitowanych w ramach Tarcz Finansowych oraz obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19<sup>189</sup>. Było to spowodowane zarówno niekorzystnymi wycenami rynkowymi tych papierów, jak i ich ujemnym saldem sprzedaży. W analizowanym

<sup>188</sup> Duration części portfela obligacji skarbowych składającej się z nominowanych w walucie krajowej papierów o stałym kuponie uległo dalszemu skróceniu (na koniec 2022 r. wyniosło 3,6 w porównaniu z 3,9 na koniec 2021 r.).

<sup>189</sup> Więcej na temat tych instrumentów w poprzednich edycjach opracowania.



okresie atrakcyjność tych obligacji z perspektywy funduszy istotnie się pogorszyła. Instrumenty te charakteryzowały się mniejszą płynnością w porównaniu z obligacjami skarbowymi, zatem w sytuacji istotnie zwiększonych umorzeń posiadające je fundusze nie mogły ich wykorzystać do zaspokojenia roszczeń klientów. W konsekwencji obserwowane od 2020 r. do końca I połowy 2021 r. zjawisko wypierania przez te instrumenty krajowych papierów skarbowych nie było kontynuowane. Na koniec grudnia ich wartość w aktywach funduszy wyniosła 6,1 mld zł w przypadku obligacji PFR oraz 15,4 mld zł obligacji BGK (odpowiednio 7,2 mld zł i 18,0 mld zł rok wcześniej). Zdecydowana większość tych papierów wartościowych znajdowała się w portfelu funduszy otwartych.

Wartość posiadanego przez fundusze portfela instrumentów dłużnych banków<sup>190</sup> zmniejszyła się o blisko 29%, z 13,2 mld zł na koniec 2021 r. do 9,5 mld zł w grudniu 2021 r. (z czego ponad 88%, tj. 8,3 mld zł stanowiły instrumenty dłużne krajowych banków). Wśród nich dominowały obligacje podporządkowane. Najwięcej instrumentów bankowych miały nadal fundusze otwarte (8,5 mld zł). Wartość obligacji przedsiębiorstw niefinansowych w posiadaniu funduszy skurczyła się natomiast o ponad 17%. Na koniec roku wyniosła ona 30,9 mld zł (w porównaniu z 37,3 mld zł rok wcześniej), z czego w funduszach otwartych 10,5 mld zł, a w zamkniętych 20,4 mld zł. Ponad 60% tego portfela stanowiły papiery krajowych przedsiębiorstw.

W części udziałowej lokat funduszy największe znaczenie miały akcje znajdujące się w obrocie na rynkach zorganizowanych<sup>191</sup>. Ze względu na istotne spadki wycen takich instrumentów ich wartość w dyspozycji funduszy zmniejszyła się w ciągu roku o około jedną piątą (z 48 mld zł do 38,2 mld zł). Źródłem spadku, choć w znacznie mniejszym stopniu, były także transakcje sprzedaży, które w analizowanym okresie przeważały nad transakcjami zakupu. Fundusze zbywały głównie akcje emitentów zagranicznych, natomiast nabywały netto akcje krajowych spółek wchodzących w skład podstawowych indeksów, takich jak WIG, WIG-20 czy WIG-banki. W rezultacie nieznacznie zwiększył się udział sektora w kapitalizacji oraz *free float* rynków organizowanych przez GPW. Zmiany te nie przełożyły się natomiast na wzrost znaczenia funduszy w obrotach akcjami na Głównym Rynku GPW (tabela 4.4.4). Na koniec roku instrumenty krajowych emitentów nadal dominowały w portfelu akcji notowanych funduszy inwestycyjnych, a wśród nich przeważały walory będące przedmiotem obrotu na Głównym Rynku GPW.

---

<sup>190</sup> Kategoria ta nie obejmuje instrumentów BGK wyemitowanych na rzecz KFD oraz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19.

<sup>191</sup> Większość tych instrumentów (82% pod względem wartości) znajdowała się w portfelu funduszy otwartych.

**Tabela 4.4.4.** Zaangażowanie funduszy inwestycyjnych na polskim rynku finansowym w latach 2019–2022 (w %)

	2019	2020	2021	2022
Udział w rynku obligacji skarbowych	10,9	7,2	7,3	7,6
Udział we <i>free float</i> rynków organizowanych przez GPW	8,3	9,0	9,1	9,5
Udział w kapitalizacji rynków organizowanych przez GPW	4,1	4,4	4,3	4,6
Udział w obrotach na Głównym Rynku GPW	7,3	5,4	3,4	3,0

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.

Drugą pod względem wartości kategorię udziałowych papierów wartościowych w portfelach funduszy stanowiły tytuły uczestnictwa. Inaczej niż w 2021 r., ich wartość spadła o blisko 23% (z 26,5 mld zł do 20,4 mld zł), głównie na skutek sprzedaży, jak i w wyniku pogorszenia wycen. Wśród nich dominowały tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych (w tym głównie luksemburskich). Nabywcami tytułów uczestnictwa były przede wszystkim fundusze otwarte, a największy portfel tych instrumentów (ponad połowę pod względem wartości) posiadały specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte.

Wartość pozostałych udziałowych instrumentów finansowych nie zmieniła się istotnie. Tę kategorię lokat funduszy tworzyły przede wszystkim udziały w spółkach kapitałowych (głównie krajowych), a dysponowały nimi głównie fundusze zamknięte. Jednocześnie instrumenty te stanowiły trzon portfela udziałowego tych funduszy. Blisko połowę ich wartości posiadały fundusze nieruchomości oraz fundusze zaliczane do kategorii pozostałych, co może wskazywać, że były to niejednokrotnie udziały w spółkach tworzonych przez firmy deweloperskie na potrzeby finansowania i budowy nieruchomości.

W 2022 r. w sektorze funduszy inwestycyjnych odnotowano wzrost należności z tytułu udzielonych pożyczek oraz zawartych transakcji warunkowych<sup>192</sup>. Należności wynikające z pożyczek znajdowały się wyłącznie w bilansach funduszy zamkniętych, a beneficjentami takiego finansowania, podobnie jak w poprzednich latach, były głównie krajowe przedsiębiorstwa. Na koniec grudnia wartość tych należności wyniosła 8,8 mld zł i była o 16,3% wyższa niż przed rokiem. Fundusze zamknięte nadal w większym stopniu finansowały sektor przedsiębiorstw niefinansowych przez zakup obligacji (na koniec 2022 r. kwota ich zaangażowania tylko w papiery krajowych spółek wyniosła 10,9 mld zł). Należności z tytułu transakcji finansowanych wzrosły w całym sektorze funduszy o 11,3%, osiągając na koniec roku wartość 7,5 mld zł. Szczególnie wysokim tempem wzrostu (45,5%) tej kategorii charakteryzowały się fundusze inwestycyjne otwarte, które w 2022 r. zawierały je wyłącznie z krajowymi bankami i domami maklerskimi.

<sup>192</sup> Fundusze inwestycyjne zawierały na znaczną skalę transakcje *repo* i *sell-buy-back*, które generowały dźwignię finansową w sektorze. Na koniec grudnia 2022 r. zobowiązania funduszy wynikające z tych transakcji wyniosły 13,6 mld zł, tj. około 60% sumy wszystkich zobowiązań sektora.

Największa aktywność FIO na rynkach transakcji warunkowych miała miejsce w I kwartale roku i było to prawdopodobnie związane z wybuchem wojny w Ukrainie (fundusze mogły poszukiwać płynności w związku z istotnym odpływem środków klientów).

W analizowanym okresie istotnie spadła wartość utrzymywanych przez fundusze inwestycyjne depozytów (o blisko 20%, do poziomu 8,6 mld zł), a w relacji do aktywów była ona najniższa z dotychczas zaobserwowanych (2,8%). Najsłabszym buforem płynności charakteryzowały się fundusze otwarte (w relacji do aktywów 1,8% w FIO i 2,8% w SFIO), w szczególności fundusze papierów dłużnych, które w związku z dużymi odpływami środków miały największe potrzeby płynnościowe.

Skala zaangażowania funduszy inwestycyjnych w instrumenty pochodne była niższa niż przed rokiem. Na koniec 2022 r. ich łączna wartość nominalna w portfelu tych podmiotów wyniosła 72,1 mld zł (spadek o około 35%), co w relacji do aktywów netto stanowiło 25,5% (o 10 pkt proc. mniej niż rok wcześniej). Mniejsza aktywność na rynku tych instrumentów dotyczyła zarówno funduszy otwartych, jak i zamkniętych. Największy spadek zaangażowania odnotowały FIO. Fundusze otwarte nadal jednak wykorzystywały takie instrumenty na dużo większą skalę niż fundusze zamknięte (wartość nominalna posiadanych przez nie instrumentów była około czterokrotnie większa). Mierzac wartością aktywów netto, około 88% FIO, blisko 80% SFIO oraz niecałe 12% funduszy zamkniętych miało na koniec roku instrumenty pochodne w portfelach. W przypadku funduszy otwartych największe znaczenie miały swapy stopy procentowej oraz kontrakty walutowe, a w funduszach zamkniętych swapy walutowe<sup>193</sup>.

Struktura walutowa aktywów funduszy inwestycyjnych była podobna jak w 2021 r., z dominującym udziałem polskiego złotego (68% aktywów ogółem). Lokaty w dolarach amerykańskich stanowiły około 22%, a w euro niecałe 8% sumy bilansowej sektora. Najwięcej aktywów nominowanych w walutach obcych miały fundusze zamknięte (40%), głównie w dolarze amerykańskim.

#### **4.4.4. Wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych i poziom podejmowanego ryzyka**

Zawirowania na rynkach finansowych<sup>194</sup> znalazły odzwierciedlenie w niższych wynikach funduszy otwartych. Żaden z typów nie osiągnął dodatnich stóp zwrotu w ujęciu nominalnym<sup>195</sup>. Fundusze dłużne jako jedyne zanotowały ujemny wynik kolejny rok z rzędu. Najwyższą stratę odnotowały z kolei fundusze akcji (tabela 4.4.5). W ujęciu realnym wartość jednostek uczestnictwa obniżyła się od blisko 16% w przypadku funduszy dłużnych, do około 25% w funduszach akcji.

---

<sup>193</sup> Prezentowane w tym akapicie informacje o skali zaangażowania funduszy inwestycyjnych w instrumenty pochodne dotyczą również wartości tych instrumentów, które na koniec roku miały ujemną wycenę bilansową.

<sup>194</sup> W 2022 r. indeksy WIG, WIG20, mWIG40 i sWIG80 spadły odpowiednio o 17,1%, 21,0%, 21,5% i 12,8%. Przecenie zanotował także indeks S&P500, o 18,4%.

<sup>195</sup> Analiza opiera się na średnich stopach zwrotu podmiotów w ramach analizowanych typów.

Wśród funduszy otwartych jedynie około 15% podmiotów zdołało wypracować dodatnią stopę zwrotu w 2022 r. (około 61% w 2021 r.)<sup>196</sup>. W segmencie funduszy dłużnych wzrost wyceny jednostek uczestnictwa zanotował co trzeci podmiot. Negatywny wpływ na ich wyniki miały przeceny obligacji związane z podwyżkami stóp procentowych<sup>197</sup>. Podmioty te zmagają się również ze znacznym odpływem środków, co z kolei implikowało konieczność wyprzedaży składników portfela. Odsetek funduszy akcji i mieszanych, które odnotowały dodatnią stopę zwrotu był jeszcze niższy, tj. 6% i 2%. Posiadały one jednak głównie zagraniczne aktywa, przede wszystkim tytuły uczestnictwa funduszy luksemburskich oraz akcje, m.in. spółek amerykańskich, brytyjskich, czy tureckich.

W 2022 r. wzrosła zmienność stóp zwrotu wszystkich typów funduszy otwartych. Najwyższym poziomem ryzyka mierzonym odchyleniem standardowym – podobnie jak w dwóch poprzednich latach – charakteryzowały się fundusze akcji (wykres 4.4.7). Nie przełożyło się to jednak na lepsze wyniki inwestycyjne tych podmiotów. Z kolei najniższym poziomem zmienności cechowały się fundusze dłużne. Przeciętne miesięczne stopy zwrotu tych podmiotów, mimo wzrostu ryzyka, kształtowały się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w 2021 r. Ze względu na niższe ceny jednostek uczestnictwa względem tych z końca 2021 r., indeks Sharpe’a, który odzwierciedla efektywność zarządzania portfelem, znalazł się na poziomie poniżej zera dla wszystkich typów funduszy (wykres 4.4.8). W 2022 r. przeciętne wyniki funduszy otwartych były istotnie niższe niż średnie oprocentowanie złotych depozytów terminowych.

**Tabela 4.4.5.** Roczne stopy zwrotu funduszy otwartych w latach 2019–2022 (w %)

	2019	2020	2021	2022
Akcji	11,9	9,8	12,9	-14,3
Papierów dłużnych	3,5	4,2	-4,1	-3,7
Mieszane	3,1	9,6	5,9	-10,2
Pozostałe	4,7	5,7	2,0	-6,1
Średnioroczna inflacja CPI	2,3	3,4	5,1	14,4

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 2022 r. fundusze inwestycyjne, inaczej niż w poprzednim roku, zanotowały ujemny wynik z operacji<sup>198</sup> w kwocie 7,2 mld zł (11,8 mld zysku w 2021 r.). Na pogorszenie wyników miały wpływ przede wszystkim fundusze otwarte, których łączna strata wyniosła 13,5 mld zł. W relacji do wartości aktywów netto na koniec 2021 r. najwięcej straciły fundusze inwestycyjne otwarte, tj. 7,9%

<sup>196</sup> Pod uwagę wzięto jedynie te fundusze otwarte, które funkcjonowały przez cały rok.

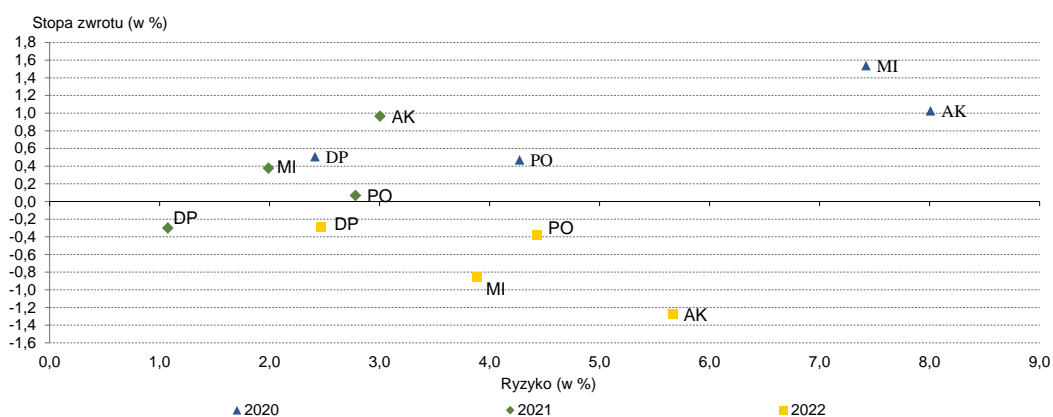
<sup>197</sup> Rentowność polskich obligacji 10-letnich na koniec 2021 r. wyniosła 3,6%, podczas gdy w grudniu 2022 r. wzrosła do poziomu 6,8.

<sup>198</sup> 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.

(9,0 mld zł). Z kolei specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte zanotowały ujemny wynik finansowy w wysokości 4,5 mld zł (6,4% aktywów netto). Fundusze inwestycyjne zamknięte, w przeciwieństwie do funduszy otwartych, wypracowały zysk w kwocie 6,3 mld zł, co stanowiło 4,6% wartości certyfikatów inwestycyjnych na koniec 2021 r.

Głównym źródłem ujemnego wyniku z operacji funduszy otwartych była strata ze sprzedaży dłużnych papierów wartościowych oraz akcji. Podmioty te (zwłaszcza fundusze dłużne), były bowiem zmuszone do wyprzedaży składników portfela z uwagi na konieczność realizacji wzmożonych żądań odkupu jednostek uczestnictwa. Na pogorszenie wyników tych instytucji wpłynęły także straty z wyceny lokat, które nie zostały zrekompensowane większymi przychodami z tytułu odsetek związanymi z wyższymi stopami procentowymi. Dodatni wynik z operacji funduszy zamkniętych wynikał w znacznej mierze z różnic kursowych<sup>199</sup>. Podmioty te, inaczej niż fundusze otwarte, odnotowały także zysk ze zbycia lokat, w szczególności ze sprzedaży akcji.

**Wykres 4.4.7.** Relacja stopy zwrotu do ryzyka dla funduszy otwartych w latach 2020–2022

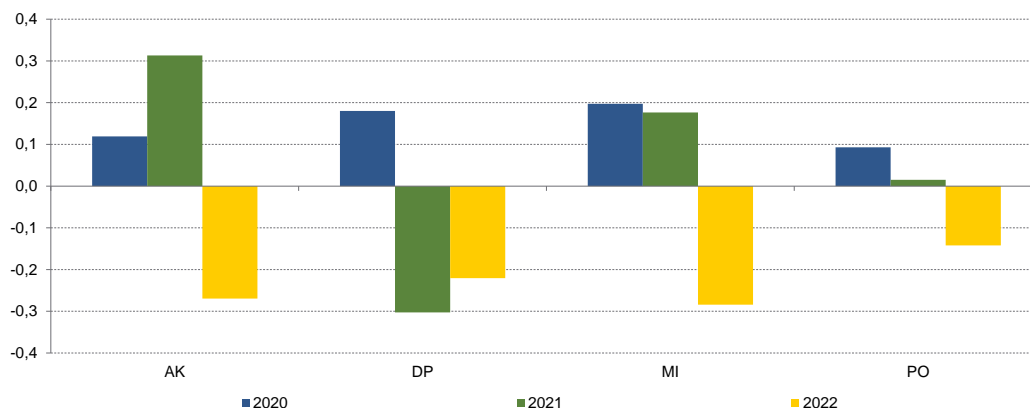


Uwagi: skróty oznaczają: AK – fundusze akcji, DP – fundusze papierów dłużnych, MI – fundusze mieszane, PO – fundusze pozostałe. Stopa zwrotu została wyrażona w ujęciu miesięcznym, natomiast ryzyko jako odchylenie standardowe stóp zwrotu.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

<sup>199</sup> Na koniec 2022 r. około 40% aktywów funduszy zamkniętych było nominowanych w walutach obcych, głównie w euro i dolarze amerykańskim.

Wykres 4.4.8. Indeks Sharpe'a dla typów funduszy otwartych w latach 2020–2022



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.

Podobnie jak w latach ubiegłych, istotną pozycją kosztową było wynagrodzenie TFI za zarządzanie, którego wartość wyniosła 2,8 mld zł (3,4 mld zł w 2021 r.). W funduszach otwartych odpowiadało ono za 50% całkowitych kosztów (65% w 2021 r.), podczas gdy w przypadku funduszy zamkniętych ich udział wyniósł 16% (28% w 2021 r.). Zmniejszyły się głównie opłaty stałe za zarządzanie dla TFI<sup>200</sup>. Najwyższe koszty za zarządzanie w ujęciu nominalnym poniosły FIZ (1,2 mld zł). Z kolei w relacji do średniej wartości aktywów netto w 2022 r. najczęściej zapłaciły towarzystwom fundusze inwestycyjne otwarte (1,2%), zaś w SFIO i FIZ opłaty wyniosły 0,9% aktywów netto. Dla wszystkich rodzajów funduszy koszty z tytułu wynagrodzenia stałego nadal odgrywały większą rolę niż te z tytułu wynagrodzenia zmiennego uzależnionego od osiągniętych wyników inwestycyjnych. O ile jednak udział wynagrodzenia zmiennego w opłatach dla towarzystwa pokrywanych z aktywów FIO i SFIO zmniejszył się w porównaniu z 2021 r. i wyniósł odpowiednio 3,2% i 3,0%, o tyle w FIZ pozostał na zbliżonym poziomie – około 47%.

#### 4.4.5. Krajowe fundusze inwestycyjne na tle europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych

Aktywa netto europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych<sup>201</sup> spadły o 11,5% i na koniec 2022 r. wyniosły 14,7 bln euro. Środki zgromadzone w funduszach zmniejszyły się w większości krajów. Wzrost aktywów zanotowano jedynie w niektórych państwach charakteryzujących się niskim udziałem w sektorze europejskim, tj. na Litwie, w Czechach, na Węgrzech i w Grecji. Jednocześnie w niemal wszystkich państwach spadła relacja aktywów netto funduszy inwestycyjnych do PKB,

<sup>200</sup> 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).

<sup>201</sup> W niniejszym rozdziale europejski sektor funduszy inwestycyjnych obejmuje państwa strefy euro oraz Polskę, Czechy, Węgry i Rumunię.

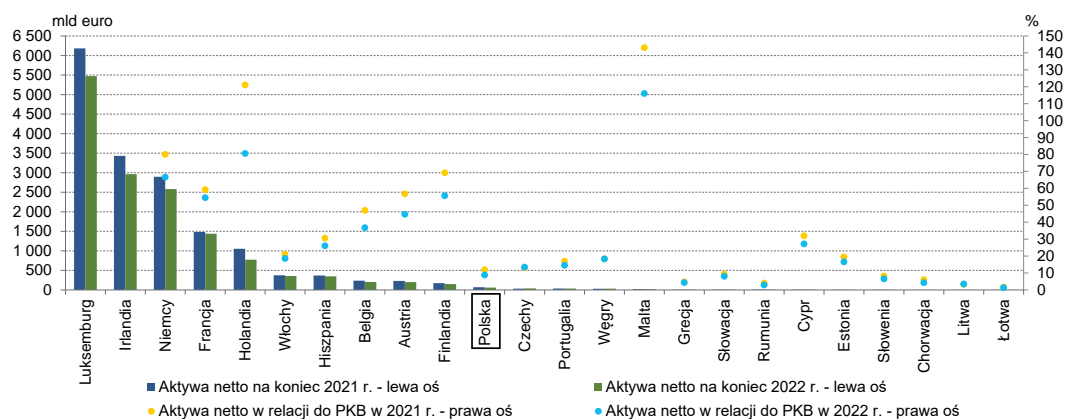


a dla całego sektora europejskiego obniżyła się z 122% do 99%. Podobnie jak w poprzednich latach najważniejsze znaczenie w Europie miały podmioty luksemburskie. Łączny udział trzech państw o największych aktywach wyniósł 75% (wykres 4.4.9).

Na koniec 2022 r. udział polskich funduszy inwestycyjnych w sektorze europejskim wciąż pozostawał niewielki i wyniósł 0,4%. Jednocześnie krajowy rynek charakteryzował się niską relacją środków zgromadzonych w funduszach do PKB, tj. 9% względem 12% zanotowanych w 2021 r. W analizowanym okresie tempo spadku wartości aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych było wyższe niż średnia dla UE. Główną przyczyną redukcji aktywów w krajach Unii Europejskiej były efekty wyceny<sup>202</sup>, natomiast w Polsce większe znaczenie miał odpływ środków.

Struktura sektora funduszy inwestycyjnych w poszczególnych państwach UE pod względem polityki inwestycyjnej była zróżnicowana. W większości krajów najwięcej środków zgromadzonych było w funduszach akcji. Tylko w jednym państwie poza Polską – w Chorwacji – dominującą rolę pełniły podmioty inwestujące w papiery dłużne. Ponadto w UE większym zainteresowaniem niż w Polsce cieszyły się fundusze mieszane. Na rynku europejskim przeważały instytucje działające w formule otwartej. W UE, inaczej niż w Polsce, dominowały fundusze typu UCITS.

**Wykres 4.4.9.** Aktywa netto europejskich funduszy inwestycyjnych oraz ich relacja do PKB na koniec 2021 r. i 2022 r.



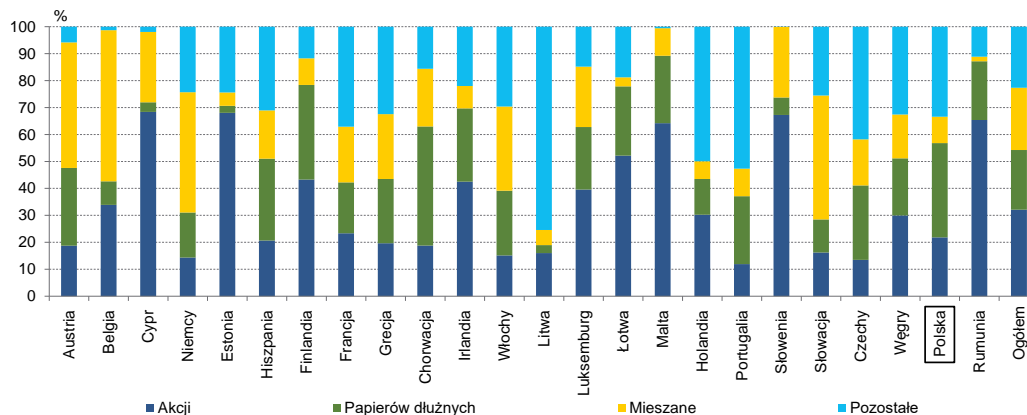
Uwagi: dane nie uwzględniają funduszy rynku pieniężnego, które są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych. Relacja aktywów netto funduszy do PKB dla Luksemburga oraz Irlandii wyniosła odpowiednio: 7 005% i 585% na koniec 2022 r. oraz 8 551% i 790% na koniec 2021 r.

Źródło: EBC, Eurostat.

<sup>202</sup> Zob. *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2023*, ESRB 2023.



Wykres 4.4.10. Struktura europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych na koniec 2022 r. (% aktywów netto)



Uwaga: dane nie uwzględniają funduszy rynku pieniężnego, które są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych.

Źródło: EBC.

#### 4.4.6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Na koniec grudnia 2022 r. działało 55 towarzystw funduszy inwestycyjnych, tj. o dwa mniej niż rok wcześniej. Zmniejszenie liczby funkcjonujących podmiotów związane było z konsolidacją w sektorze<sup>203</sup>. Jednocześnie w październiku 2022 r. zezwolenie na wykonywanie działalności otrzymało mTowarzystwo Funduszy Inwestycyjnych. W analizowanym okresie nie cofnięto zgody na wykonywanie działalności żadnemu z podmiotów.

Na koniec 2022 r. ponad 25% towarzystw funduszy inwestycyjnych było częścią grup kapitałowych składających się z innych krajowych instytucji finansowych, takich jak: banki, zakłady ubezpieczeń, czy domy maklerskie. W funduszach inwestycyjnych zarządzanych przez te towarzystwa zgromadzono 65% aktywów netto sektora. Wśród zarządzających nieco mniej niż jedna trzecia (16) obsługiwała wszystkie rodzaje funduszy, tj. FIO, SFIO i FIZ. Ponad połowa podmiotów (29) reprezentowała wyłącznie fundusze alternatywne, z czego 23 z nich obsługiwały tylko fundusze inwestycyjne zamknięte, a dwa TFI – specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte. Jedno z towarzystw zarządzało jedynie funduszami inwestycyjnymi otwartymi. Na koniec 2022 r. akcje jednej ze spółek były przedmiotem notowań na Głównym Rynku GPW (Quercus TFI).

W 2022 r. wskaźnik koncentracji sektora towarzystw funduszy inwestycyjnych wzrósł, na co wpływ miały procesy konsolidacyjne oraz umocnienie się pozycji lidera. Ponad połowa aktywów netto sektora zarządzana była przez pięć największych TFI, przy czym grupa ta składała się z tych samych podmiotów, co rok wcześniej. Towarzystwo o najwyższym udziale w rynku zgromadziło najwięcej środków w segmencie funduszy zamkniętych aktywów niepublicznych. Struktura

<sup>203</sup> W procesie łączenia brały udział następujące towarzystwa: TFI Allianz Polska i Aviva Investors Poland TFI; TFI PZU i TFI Energia; Rockbridge TFI i Nationale-Nederlanden TFI.

uczestników funduszy należących do największych TFI była zróżnicowana. W przypadku trzech towarzystw dominującą grupą inwestorów były gospodarstwa domowe, a w pozostałych dwóch – instytucje finansowe.

**Tabela 4.4.6.** Liczba towarzystw i wskaźniki koncentracji w sektorze TFI w latach 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	57	56	57	55
CR5 (w %)	38,0	38,2	37,8	42,0
CR5 (w %)	50,6	51,7	51,2	56,0
HHI	0,0769	0,0767	0,0746	0,0851

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

Na koniec 2022 r. 26 towarzystw posiadało zezwolenie na zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, o 2 mniej niż na koniec poprzedniego roku<sup>204</sup>. Jednocześnie 12 spośród nich miało także zezwolenie na doradztwo inwestycyjne (o jedno TFI więcej niż na koniec 2021 r.). Na koniec 2022 r. 19 podmiotów, które posiadały zezwolenie na zarządzanie portfelami instrumentów finansowych faktycznie wykonywało taką działalność. Łączna wartość portfeli, którymi zarządzały wyniosła 58,2 mld zł (o 4,8% więcej niż na koniec poprzedniego roku). Kwota ta stanowiła 15,9% łącznej wartości aktywów zarządzanych przez wszystkie TFI (wobec 13,8% na koniec 2021 r.). W przypadku trzech towarzystw wartość portfeli instrumentów finansowych była wyższa od aktywów funduszy inwestycyjnych reprezentowanych przez te podmioty. Posiadaczem akcji dwóch z nich były zakłady ubezpieczeń. Portfele takich TFI często składały się z aktywów przekazanych im w zarządzanie przez podmioty sektora ubezpieczeń.

W 2022 r. wartość przychodów TFI zmniejszyła się do najniższego poziomu w ostatnich ośmiu latach (3,0 mld zł w 2022 r., 3,6 mld zł w 2021 r.). Wynikało to z niższej przeciętnej wartości środków zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych oraz z ograniczenia maksymalnej wysokości stałej opłaty za zarządzanie funduszami otwartymi (wykres 4.4.11)<sup>205</sup>. O 25% spadły też wpływy z tytułu zarządzania portfelami instrumentów finansowych, drugiej pod względem wartości pozycji przychodów. W 2022 r. były one niższe o 20,7 mln zł niż w 2021 r., mimo że TFI obsługiwały portfele o większej wartości niż w roku poprzednim.

Koszty poniesione przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych w 2022 r. były niższe o 8,4% względem 2021 r. i wyniosły 2,4 mld zł. Ich spadek wynikał przede wszystkim z redukcji poziomu wydatków stałych (o 12,8%) oraz w mniejszym stopniu kosztów zmiennych (o 3,3%). Struktura kosztów była zbliżona do obserwowanej w poprzednich latach, tj. nieznacznie przeważały koszty stałe, których udział wyniósł 50,9%. Wśród kosztów zmiennych spadło znaczenie wydatków na

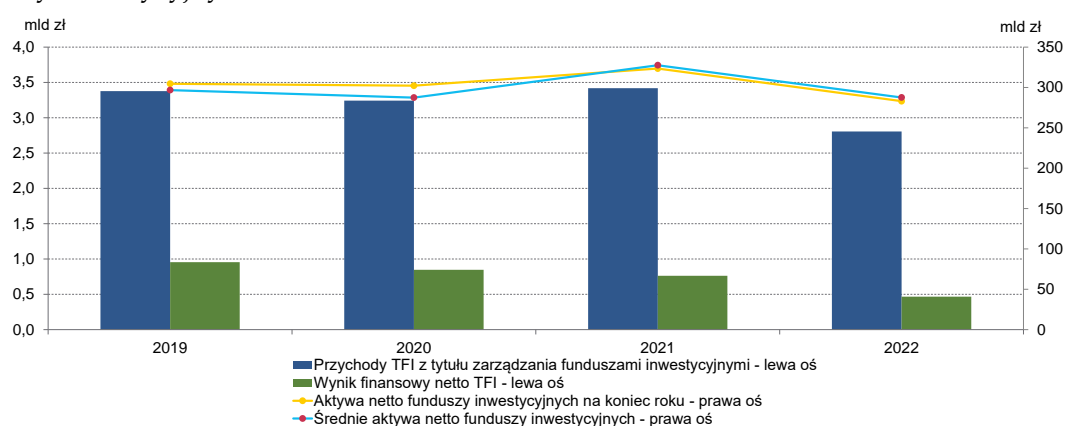
<sup>204</sup> Dla uproszczenia w dalszej części tekstu portfele te będą określane jako portfele instrumentów finansowych.

<sup>205</sup> Przychody z tytułu zarządzania funduszami stanowiły 93,5% wszystkich przychodów TFI.

dystrybucję, których wartość obniżyła się o 26,9% i na koniec 2022 r. wyniosła 0,4 mld zł (wobec 0,6 mld w poprzednim roku).

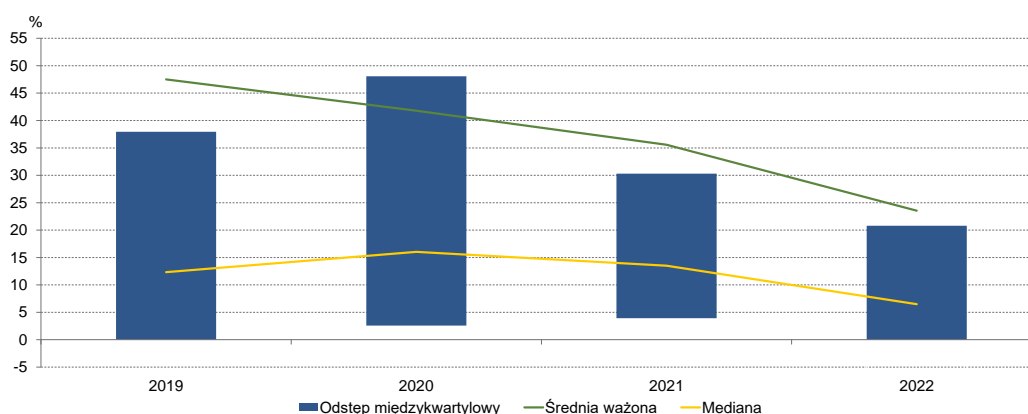
Wynik finansowy towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2022 r. był o 38,9% niższy niż w poprzednim roku i wyniósł 466,4 mln zł. Zysk netto wypracowało 39 TFI, a stratę wykazało 16 podmiotów, o 7 więcej niż w 2021 r. Niemal dwie trzecie podmiotów, które wypracowało dodatni wynik, zarządzało wyłącznie funduszami alternatywnymi (24), z czego większość (19) reprezentowała tylko FIZ. Obniżenie się wyniku finansowego wpłynęło na spadek rentowności kapitału własnego sektora. W 2022 r. zagregowany wskaźnik ROE był wyraźnie niższy niż w roku ubiegłym i wyniósł 23,5% (35,6% w 2021 r.).

**Wykres 4.4.11.** Przychody z zarządzania funduszami, wyniki finansowe TFI i aktywa netto funduszy inwestycyjnych w latach 2019–2022



Źródło: UKNF, NBP.

**Wykres 4.4.12.** Rentowność kapitału własnego TFI w latach 2019–2022



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

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych, po spełnieniu określonych warunków, mogą powierzyć wykonywanie niektórych czynności innym podmiotom (m.in. prowadzenie ksiąg rachunkowych, sprawozdawczość, czy wycenę aktywów)<sup>206</sup>. Nie powinno to jednak skutkować zaprzestaniem faktycznego wykonywania działalności przez te TFI. Towarzystwa mogą także przekazać zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią innym uprawnionym podmiotom: innemu TFI, firmom inwestycyjnym, podmiotom wyspecjalizowanym w zarządzaniu lub gospodarowaniu nieruchomościami, czy też w zarządzaniu pulą wierzytelności lub sekurytyzowanymi wierzytelnościami<sup>207</sup>. Na koniec 2022 r. przekazanie zarządzania dotyczyło 92 podmiotów zarządzanych przez 18 towarzystw. W większości były to fundusze inwestycyjne zamknięte działające w formie funduszy sekurytyzacyjnych, bądź funduszy aktywów niepublicznych. Wartość aktywów netto funduszy, którymi zarządzanie powierzono innym instytucjom wyniosła około 25 mld zł, co odpowiadało prawie 9% aktywów netto sektora. Najwięcej aktywów przekazano pozostałym instytucjom finansowym oraz podmiotom wyspecjalizowanym w zarządzaniu wierzytelnościami, głównie działającym w ramach grup kapitałowych.

Jednym z warunków utworzenia funduszu inwestycyjnego jest zawarcie umowy o wykonywanie funkcji depozytariusza. Do jego obowiązków należy m.in. przechowywanie aktywów funduszu, prowadzenie rejestru tych aktywów a także kontrolowanie prawidłowości zarządzania tym funduszem. Na koniec 2022 r. na krajowym rynku nadal istniały jednak fundusze, które nie posiadały depozytariusza. Wszystkie z nich były w stanie likwidacji. Część z tych podmiotów była uprzednio reprezentowana przez towarzystwa, którym KNF odebrała zezwolenie na wykonywanie działalności i oczekiwały one na wyznaczenie kuratora przez sąd. W 2022 r. funkcję depozytariusza pełniły te same podmioty, co rok wcześniej, tj. dziewięć banków i dwa domy maklerskie. Koncentracja na rynku depozytariuszy funduszy inwestycyjnych, podobnie jak w 2021 r., była relatywnie wysoka. Udział trzech największych podmiotów pod względem wartości środków zgromadzonych w obsługiwanych funduszach wyniósł około 59% (41% pod względem liczby funduszy). Podczas gdy większość banków pełniła funkcję depozytariusza dla wszystkich rodzajów funduszy (FIO, SFIO i FIZ), domy maklerskie mogły świadczyć usługi wyłącznie funduszom inwestycyjnym zamkniętym. Wartość aktywów netto funduszy obsługiwanych przez te ostatnie podmioty stanowiła blisko 60% środków zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych zamkniętych (około 30% aktywów netto całego sektora).

---

<sup>206</sup> Art. 45a-46c ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r. poz. 681).

<sup>207</sup> W przypadku funduszy aktywów niepublicznych, zarządzanie można przekazać, po uzyskaniu zgody KNF, innemu wyspecjalizowanemu podmiotowi, o ile podlega on nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym i posiada zezwolenie na zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych.

Fundusze inwestycyjne mogą zbywać i odkupywać jednostki uczestnictwa bezpośrednio lub za pośrednictwem: TFI, spółki zarządzającej albo zarządzającego z UE, a także firmy inwestycyjnej, banku krajowego lub krajowego oddziału instytucji kredytowej<sup>208</sup>. Po uprzednim uzyskaniu zezwolenia organu nadzoru, jednostki uczestnictwa mogą być ponadto zbywane i odkupywane za pośrednictwem innych podmiotów z terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Na koniec 2022 r. takie zezwolenie posiadały 64 jednostki, czyli o 4 mniej niż rok wcześniej. Wśród nich znajdowały się m.in. zakłady ubezpieczeń, agenci transferowi, czy spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe. Niektóre z nich jednocześnie świadczyły usługi nieodpłatnego doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do dystrybuowanych tytułów uczestnictwa.

---

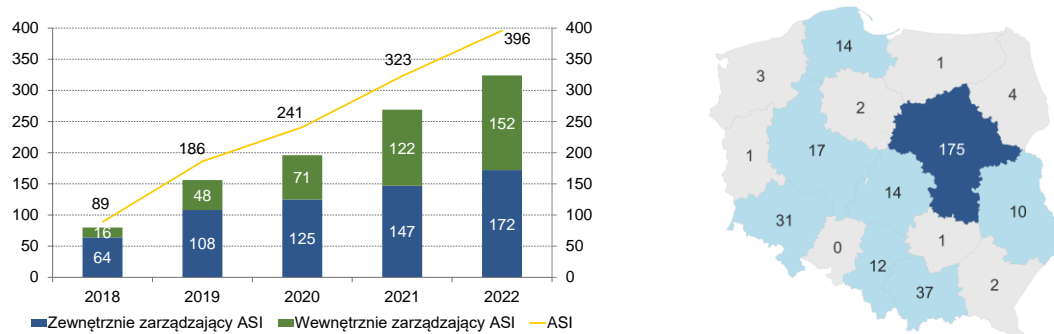
<sup>208</sup> Art. 32 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 681).

## 4.5. Alternatywne spółki inwestycyjne

Alternatywne spółki inwestycyjne (ASI) to podmioty, których wyłącznym przedmiotem działalności jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów oraz ich lokowanie w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną<sup>209</sup>. 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 inwestycyjnymi<sup>210</sup>.

Na koniec grudnia 2022 r. działalność prowadziły 324 podmioty zarządzające ASI, tj. o 55 więcej niż rok wcześniej (wykres 4.5.1). Wśród nich 323 funkcjonowały na podstawie wpisu do rejestru KNF, a jeden na podstawie zezwolenia<sup>211</sup>. W ciągu roku do rejestru KNF wpisano 62 podmioty, a 7 wykreślono w związku z likwidacją lub niewykonywaniem działalności<sup>212</sup>. Zmniejszyła się obserwowana w poprzednich latach dysproporcja między liczbą zewnętrznymi i wewnętrznymi zarządzającymi ASI<sup>213</sup>. Pod względem lokalizacji siedziby zarządzających nadal wyróżniało się województwo mazowieckie.

**Wykres 4.5.1.** Liczba ASI oraz zarządzających ASI w latach 2018–2022 (lewy panel), zarządzający ASI według siedziby na koniec 2022 r. (prawy panel)



Źródło: UKNF.

W analizowanym okresie wartość aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych zwiększyła się z 8,2 mld zł do 9,6 mld zł (wykres 4.5.2). Wynikało to zarówno ze wzrostu liczby zarządzających

<sup>209</sup> ASI może prowadzić działalność w formie spółki kapitałowej, spółki komandytowej albo spółki komandytowo-akcyjnej, w których jedynym komplementariuszem jest spółka kapitałowa.

<sup>210</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 681).

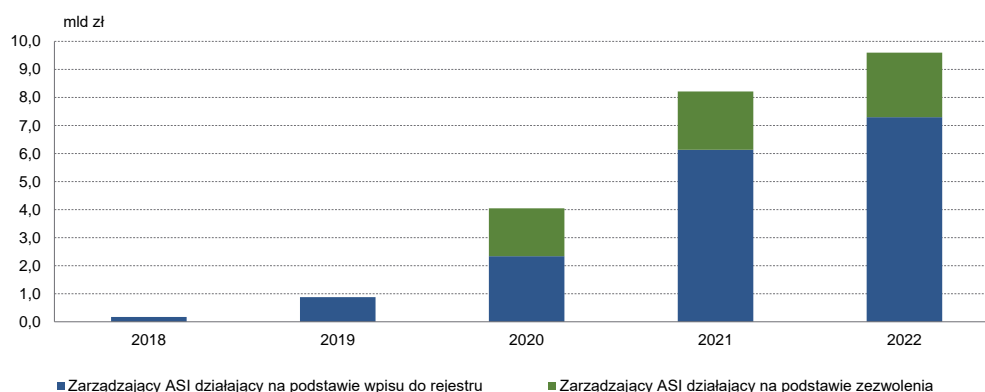
<sup>211</sup> W 2022 r. do KNF wpłynął wniosek kolejnego podmiotu o wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności zarządzającego ASI.

<sup>212</sup> *Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2022 r.*, UKNF, Warszawa 2023, s. 65.

<sup>213</sup> Zarządzający ASI może działać wyłącznie w formie spółki kapitałowej. Zewnętrznie zarządzającym ASI może być spółka kapitałowa będąca komplementariuszem ASI, a wewnętrznym zarządzającym ASI – spółka kapitałowa będąca jednocześnie ASI.

(oraz ASI), jak i z rozwoju działalności dotychczasowych ASI. Ponad 75% tej kwoty tworzyły sumy bilansowe spółek zarządzanych przez podmioty działające na podstawie wpisu do rejestru KNF.

**Wykres 4.5.2.** Wartość aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych w latach 2018–2022 (w mld zł)



Źródło: UKNF.

Ze względu na specyfikę działalności, zarządzający ASI (oraz ASI) stanowią fragment sektora *private equity*<sup>214</sup>. W 2022 r. wartość przeprowadzonych w kraju inwestycji *private equity* była ponad dwukrotnie mniejsza niż w poprzednim roku i wyniosła około 2,1 mld zł (tabela 4.5.1), co w relacji do PKB stanowiło 0,1% (wykres 4.5.3). Spadek ten mógł być wynikiem większej ostrożności inwestorów zagranicznych spowodowanej niestabilnością geopolityczną w Europie Środkowo-Wschodniej w związku z wojną w Ukrainie, a także konsekwencją niekorzystnych wycen na rynkach akcji. W analizowanym okresie finansowanie otrzymało blisko 100 krajowych przedsiębiorstw, przede wszystkim z branży technologii informacyjno-telekomunikacyjnych, tj. specjalizujących się w produkcji dóbr i usług pozwalających na elektroniczne rejestrowanie oraz przetwarzanie informacji. Ponad ¾ tych przedsiębiorstw znajdowało się w początkowych fazach rozwoju (tzw. załóżkowej i startu), a więc przeprowadzane w nich inwestycje należy zakwalifikować do kategorii *venture capital*.

Rok 2022 był kolejnym okresem, w którym istotnym źródłem dopływu środków na inwestycje *private equity* był sektor publiczny. Pochodziło z niego bowiem ponad 40% środków pozyskanych na inwestycje *private equity*<sup>215</sup>. W kolejnych latach, mimo kończących się w 2023 r. niektórych programów wsparcia *venture capital*, finansowanych ze środków europejskich (np. Bridge Alfa, PFR Starter), struktura finansowania inwestycji *private equity* w Polsce nie powinna się istotnie zmienić. W miejsce dotychczasowych programów pojawią się bowiem nowe, które będą zasilane

<sup>214</sup> W Polsce sektor ten charakteryzuje różnorodność struktur oraz modeli biznesowych wykorzystywanych do prowadzenia działalności. Więcej na ten temat w poprzednich edycjach opracowania.

<sup>215</sup> W przypadku inwestycji *venture capital* udział kapitału publiczno-prywatnego jest szacowany na 46% pod względem wartości. Por. *Transakcje na polskim rynku VC w 2022 r.*, prezentacja PFR Ventures oraz INOVO Venture Partners, dostępna na stronie <https://pfrventures.pl/aktualnosci/transakcje-na-polskim-ryнку-vc-w-2022.html>.



z programu Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki 2021–2027, będącego następcą Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój 2014–2020.

W analizowanym okresie ponownie spadła wartość inwestycji zakończonych przez podmioty sektora *private equity* w Polsce. Transakcje te w łącznej kwocie 1,1 mld zł dotyczyły 31 krajowych przedsiębiorstw i były realizowane głównie w formie sprzedaży inwestorom branżowym.

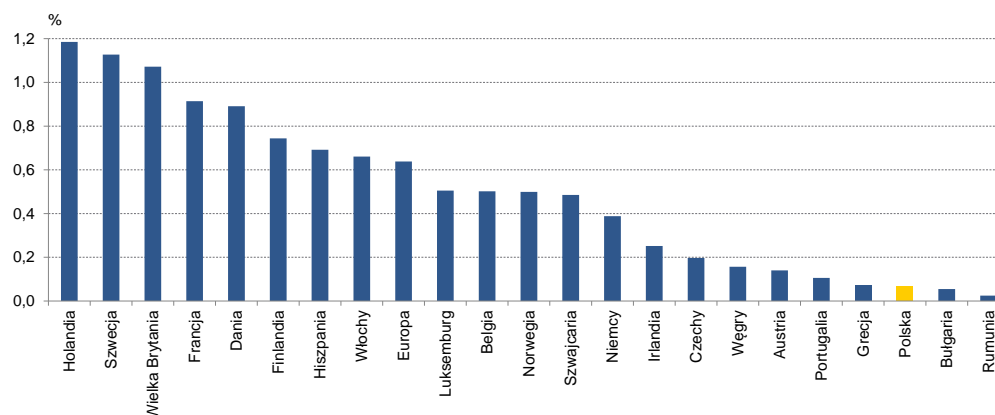
**Tabela 4.5.1.** Aktywność podmiotów sektora *private equity* w Polsce w latach 2018–2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Wartość inwestycji (mld zł)	3,6	2,5	2,5	5,5	2,1
Wartość pozyskanych środków (mld zł)	1,4	1,4	1,5	0,7	3,3
Liczba krajowych przedsiębiorstw, które otrzymały finansowanie	70	83	108	103	96
Wartość wyjść z inwestycji (mld zł)	2,5	1,5	4,7	1,6	1,1
Liczba krajowych przedsiębiorstw, w których zakończono inwestycje	43	36	31	46	31
Relacja wartości inwestycji do PKB (w %)	0,2	0,1	0,1	0,2	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 2022 r.



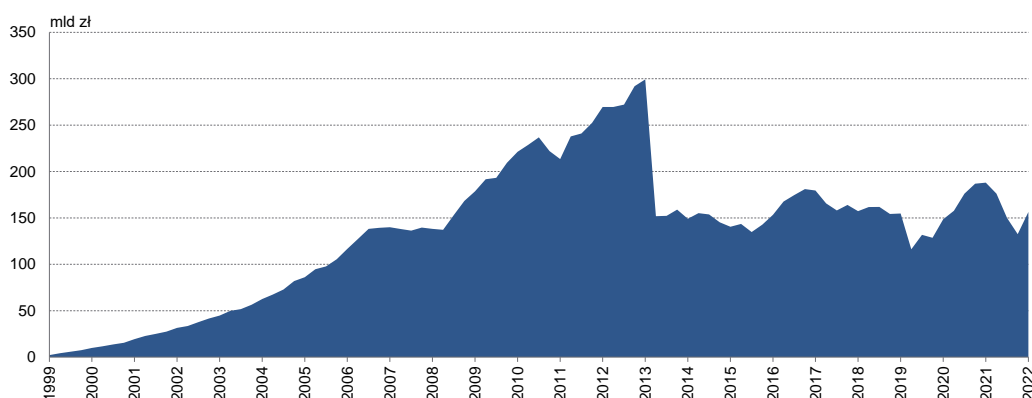
Źródło: *Investing in Europe: Private Equity Activity 2022*, Invest Europe, May 2023.

## 4.6. Otwarte fundusze emerytalne

### 4.6.1. Wielkość sektora

Na koniec 2022 r. aktywa netto (WAN) funduszy emerytalnych były o 15,2% niższe niż rok wcześniej i wyniosły 156,3 mld zł (wykres 4.6.1). Ich wartość spadała przez trzy pierwsze kwartały 2022 r. i na koniec września osiągnęła najniższy poziom od lipca 2020 r. (132,5 mld zł). Wzrost obserwowany w IV kwartale nie był wystarczający, aby w pełni odrobić wcześniejsze straty.

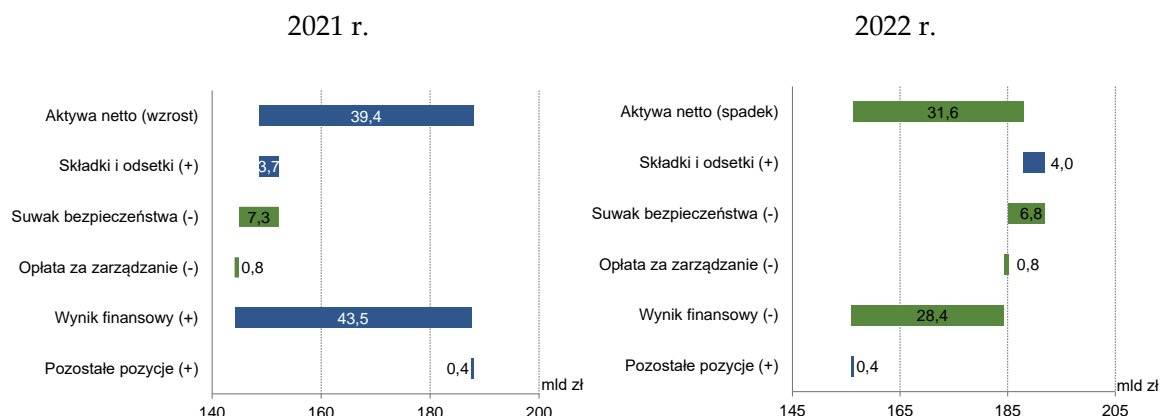
Wykres 4.6.1 Aktywa netto OFE w latach 1999–2022



Źródło: UKNF.

Spadek WAN był głównie spowodowany ujemnym wynikiem finansowym funduszy (wykres 4.6.2). Strata OFE wyniosła bowiem 28,4 mld zł, podczas gdy ich aktywa netto zmniejszyły się w ciągu roku o 31,6 mld zł. Niższa średnia wartość aktywów przekładała się na spadek opłaty za zarządzanie (z 811,8 mln zł do 757,5 mln zł) oraz na mniejszy suwak bezpieczeństwa (z 7,3 mld zł do 6,8 mld zł). Jedynym czynnikiem sprzyjającym podwyższeniu wartości aktywów netto były składki, których wartość w 2022 r. wzrosła do 4,0 mld zł (3,7 mld zł w 2021 r.) na skutek wzrostu wynagrodzeń.

W 2022 r. liczba rachunków członkowskich zmniejszyła się o 288,5 tys. i na koniec roku wyniosła 14,9 mln. Spadek był większy niż obserwowany w poprzednich latach. Jednak składki wpływały tylko na 2,5 mln rachunków. W 2022 r. zawarto 124 umowy pierwszorazowe, o 25 więcej niż rok wcześniej. Na zmianę OFE zdecydowało się 435 osób, najwięcej w drugim kwartale, jednak beneficjentami netto tych transferów były tylko trzy fundusze. Konsekwencją spadku wartości aktywów netto było obniżenie się średniego kapitału zgromadzonego na kontach uczestników OFE w prawie wszystkich grupach wiekowych. Wyjątkiem byli członkowie w wieku 21–25 lat, których przeciętny kapitał wzrósł, jednak wciąż był najniższy ze wszystkich kohort.

**Wykres 4.6.2** Dekompozycja zmian aktywów netto OFE w latach 2021–2022

Źródło: UKNF.

W 2022 r., po raz pierwszy od 2017 r., spadła liczba powszechnych towarzystw emerytalnych. Nie zmieniła się przy tym liczba OFE. W sierpniu polskie spółki MetLife zostały przejęte przez grupę NN. Ponadto Aviva PTE zostało połączone z Allianz PTE. Zmiany właścicielskie spowodowały, że zarówno w grupie NN, jak i Allianz znalazły się dwa OFE. Na 2023 r. zaplanowano ich połączenie w ramach struktur kapitałowych<sup>216</sup>.

**Tabela 4.6.1** Wskaźniki koncentracji OFE w latach 2019–2022

Wskaźnik	2019	2020	2021	2022
CR3 (w %)	61,39	61,56	61,60	61,38
CR5 (w %)	77,83	77,99	77,86	77,52
HHI	0,1572	0,1586	0,1586	0,1584

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Mimo konsolidacji w sektorze towarzystw emerytalnych wskaźniki koncentracji OFE spadły (tabela 4.6.1). Współczynniki CR3 oraz CR5 były najniższe od 2018 r., choć, podobnie jak rok wcześniej, największy fundusz zwiększył swój udział w aktywach netto sektora. Po zsumowaniu wartości aktywów netto funduszy zarządzanych przez towarzystwa w ramach jednej grupy kapitałowej wskaźnik CR3 wzrósł do 73,7%.

#### 4.6.2. Struktura portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych

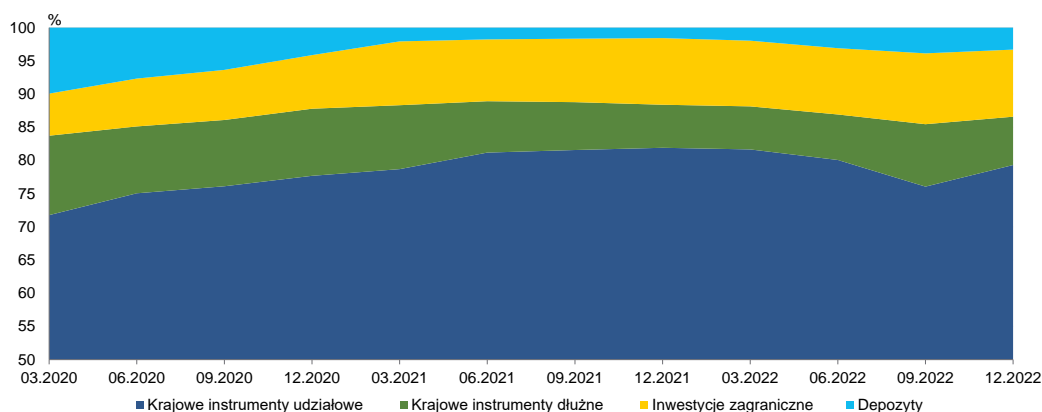
Struktura portfela inwestycyjnego OFE w 2022 r. nie zmieniła się istotnie. Podobnie jak w

<sup>216</sup> Zgodnie z art. 29 i 37 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. 1997, nr 139, poz. 934) w ramach jednej grupy kapitałowej może funkcjonować tylko jedno PTE zarządzające tylko jednym OFE. W przypadku połączenia podmiotów KNF wydaje pozwolenie na tymczasowe prowadzenie dwóch towarzystw, jednak muszą one zostać połączone.

poprzednich latach wśród lokat dominowały krajowe instrumenty udziałowe<sup>217</sup>, których wartość wyniosła 123,4 mld zł (152,9 mld zł na koniec 2021 r.) (wykres 4.6.3). W porównaniu z 2021 r. zwiększył się udział krajowych instrumentów dłużnych w inwestycjach OFE, z 6,5% do 7,3%. Istotnie wzrosła również wartość depozytów, z 2,9 mld zł do 5,1 mld zł, co stanowiło 3,3% całego portfela inwestycyjnego (1,7% na koniec 2021 r.).

Przez trzy pierwsze kwartały 2022 r. krajowy portfel akcyjny OFE zmniejszał się z powodu spadku wyceny tych instrumentów. Tempo obniżania się wartości akcji było większe niż pozostałych lokat, co doprowadziło do zmniejszenia ich udziału, z 81,9% na koniec 2021 r. do 79,3% na koniec 2022 r. Spadek nastąpił mimo dodatniego salda transakcji tymi instrumentami (1,5 mld zł).

**Wykres 4.6.3** Portfel inwestycyjny OFE w latach 2020–2022



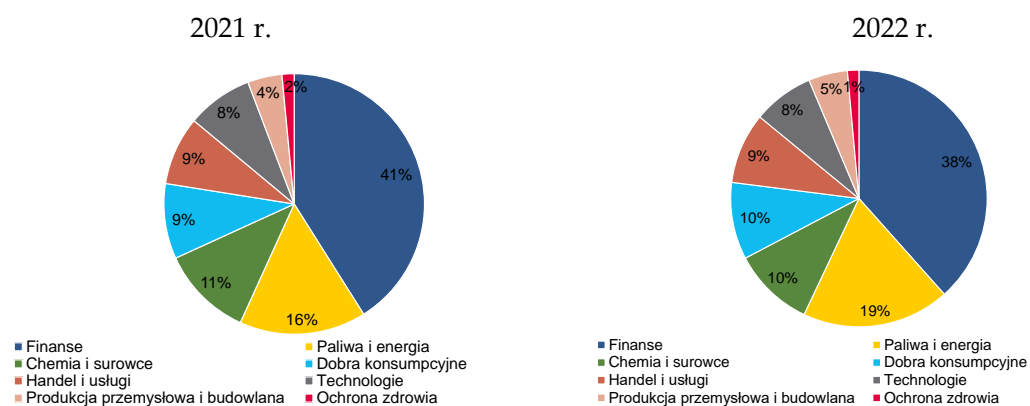
Źródło: UKNF.

W 2022 r. akcje przedsiębiorstw z sektora finansowego (głównie banków) pozostały najważniejszą kategorią instrumentów w krajowym portfelu akcyjnym, choć ich udział zmniejszył się o 2,6 pkt. proc. i na koniec roku wyniósł 38,4% (wykres 4.6.4). Jednocześnie do 18,6% wzrosło zaangażowanie w akcje przedsiębiorstw energetycznych (o 2,9 pkt. proc.). Było to spowodowane niewielkim, w porównaniu z bankami, spadkiem wyceny tych papierów wartościowych. Stopa zwrotu WIG-banki wyniosła bowiem -27,6%, podczas gdy WIG-energia -12,7%. Najpopularniejszym walorem w krajowym portfelu udziałowym OFE były akcje PKN Orlen, które stanowiły 11,8% posiadanych przez fundusze akcji notowanych na GPW. Podobnie jak rok wcześniej OFE dysponowały ponad 50% akcji sześciu spółek. Były to: Develia (78,4%), Ferro (74,9%), Grupa Kęty (67,3%), AB (57,5%), Kruk (55,6%) oraz Sanok Rubber Company (52,1%). Największym pod względem kapitalizacji przedsiębiorstwem kontrolowanym przez OFE był Kruk. Mimo mniejszego znaczenia portfela akcyjnego w strukturze aktywów oraz spadku jego

<sup>217</sup> Jako krajowy portfel akcyjny (krajowe instrumenty udziałowe) przyjęto akcje, prawa do akcji, prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne oraz obligacje zamienne na akcje spółek polskich i zagranicznych notowane na GPW.

wartości, OFE zwiększyły udział we *free float* i kapitalizacji (tabela 4.6.2). Były one natomiast kolejny rok z rzędu mniej aktywne na rynku głównym GPW pod względem obrotów.

**Wykres 4.6.4** Portfel akcji krajowych OFE w podziale na sektory działalności na koniec 2021 r. i 2022 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 2019–2022 (w %)

	2019	2020	2021	2022
Udział OFE w kapitalizacji	19,7	19,3	20,6	20,9
Udział OFE we <i>free float</i>	39,7	39,8	41,8	43,3
Średni dzienny udział OFE w obrotach na rynku głównym GPW	3,4	2,4	2,2	2,1

Uwaga: kapitalizacja oraz *free float* obejmują akcje i PDA spółek krajowych notowane na Głównym Rynku GPW i na rynku NewConnect.

Źródło obliczono na podstawie danych UKNF i GPW.

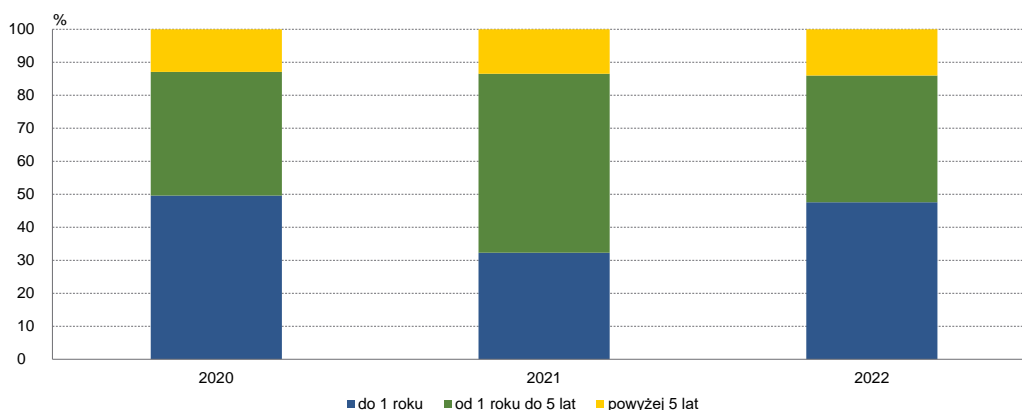
W 2022 r. zmniejszyła się wartość krajowych instrumentów dłużnych znajdujących się w portfelu OFE, z 12,1 mld zł do 11,3 mld zł. W strukturze tych inwestycji nastąpił znaczny wzrost udziału papierów krótkoterminowych, przy jednoczesnym spadku tych o zapadalności 1–5 lat (wykres 4.6.5). Wynikało to ze strategii OFE polegającej na utrzymywaniu tych lokat do wykupu. Udział papierów długoterminowych w ostatnich latach utrzymywał się na poziomie około 13%. W portfelu dominowały instrumenty emitowane przez Europejski Bank Inwestycyjny (25,7%), Bank Gospodarstwa Krajowego (21,0%) oraz banki komercyjne (19,2%).

Wartość inwestycji zagranicznych<sup>218</sup> w 2022 r. spadła z 18,7 mld zł do 15,7 mld zł, jednak ich udział w portfelu nieznacznie wzrósł, do 10,1%. W tym czasie OFE wyprzedawały instrumenty na rynkach regulowanych poza Polską. Saldo transakcji (zakup-sprzedaż) papierów udziałowych za granicą wyniosło -1,2 mld zł wobec 2,7 mld zł rok wcześniej. Odbywało się to przy dodatnim saldzie transakcji na rynku krajowym. Ponadto OFE zainwestowały w instrumenty dłużne o

<sup>218</sup> Jako inwestycje zagraniczne uznano wszystkie inwestycje na rynkach poza Polską.

stałym oprocentowaniu notowane na rynkach zagranicznych, których dotychczas nie było w portfelu. Na koniec roku ich wartość wyniosła 806,4 mln zł. Mniej istotną pozycją wśród zagranicznych inwestycji były kwity depozytowe.

**Wykres 4.6.5** Struktura krajowego portfela dłużnego OFE według terminów zapadalności w latach 2020–2022



Źródło: UKNF.

W 2022 r. OFE w mniejszym stopniu niż w poprzednim roku odzwierciedlały Warszawski Indeks Giełdowy. Współczynnik *active share*<sup>219</sup> wzrósł o 1,8 pkt proc. do 20,8%. Zróznicowanie we wskaźniku nie przełożyło się na znaczną dyspersję przeciętnej miesięcznej stopy zwrotu. Zarówno fundusz o najniższym (19,9%), jak i najwyższym (41,2%) współczynniku osiągnął stopy zwrotu zbliżone do średniej ważonej sektora. OFE w większym stopniu niż rok wcześniej były zaangażowane w spółki wchodzące w skład indeksu WIG20. Ich udział w portfelu wyniósł 63,4%, podczas gdy w indeksie WIG – 70,3%.

#### 4.6.3. Wyniki inwestycyjne OFE i poziom podejmowanego ryzyka

Średnia ważona roczna stopa zwrotu funduszy w 2022 r. wyniosła -15,1% i była najniższa od początku funkcjonowania OFE. W 2021 r. wartość ta osiągnęła najwyższy poziom w historii. W ciągu roku stopa zwrotu zmniejszyła się zatem o 44,6 pkt proc. (tabela 4.6.3). Po uwzględnieniu inflacji, realna stopa zwrotu była jeszcze niższa i wyniosła -25,8%. Wszystkie fundusze uzyskały jednak lepsze wyniki niż stopy zwrotu indeksów WIG i WIG20 (odpowiednio -17,1% i -20,9%).

<sup>219</sup> 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 2021 r. Porównano z nim portfel akcji krajowych OFE.

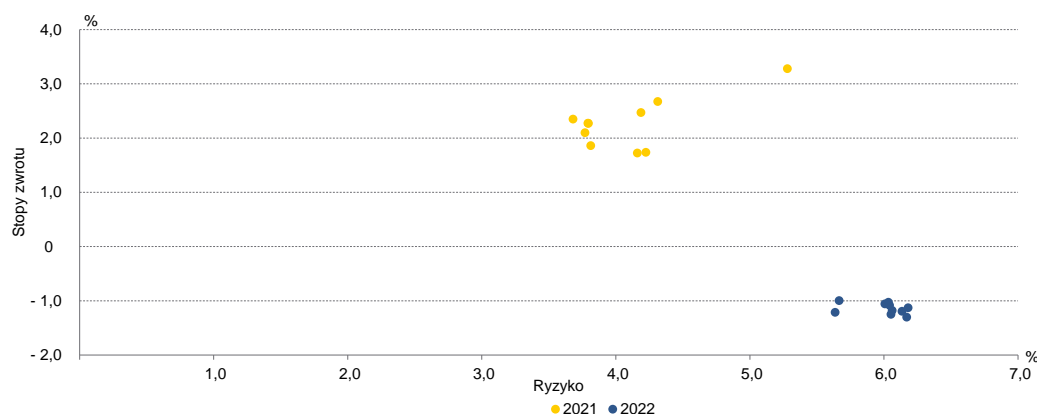
**Tabela 4.6.3** Stopy zwrotu OFE, wskaźniki inflacji oraz waloryzacji subkonta w ZUS w latach 2019–2022 (w %)

	2019	2020	2021	2022
Średnia roczna ważona stopa zwrotu	0,9	-2,1	29,5	-15,1
Najlepszy OFE w danym roku	1,9	-0,8	33,2	-13,0
Najgorszy OFE w danym roku	-0,7	-4,2	26,6	-16,5
Średnioroczna inflacja CPI	1,6	2,3	5,1	14,4
Wskaźnik waloryzacji subkonta ZUS	5,73	5,23	7,07	9,20

Uwaga: stopy zwrotu OFE zostały obliczone na podstawie wartości jednostki rozrachunkowej, bez uwzględnienia opłaty od składki. Stopy te odpowiadają jednorazowej inwestycji środków na początku roku, bez dokonywania cyklicznych wpłat.

Źródło: UKNF, ZUS i GUS.

Poziom ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym miesięcznych stóp zwrotu w 2022 r. znacznie wzrósł i wyniósł 5,8% (wykres 4.6.6). Tym samym fundusze osiągnęły niższe stopy zwrotu przy wyższym poziomie ryzyka w porównaniu z poprzednim rokiem. W przeciwieństwie do 2021 r. ich zmienność była jednak niższa niż odchylenie standardowe stóp zwrotu indeksu WIG, które wyniosło 7,1%. Najbardziej ryzykowny OFE cechował się odchyleniem standardowym na poziomie 6,2%, zaś najbezpieczniejszy – 5,6%. Stopy zwrotu obu tych funduszy były jednak bardzo zbliżone do średniej.

**Wykres 4.6.6** Stopy zwrotu i ryzyko inwestycyjne OFE w latach 2021–2022

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.

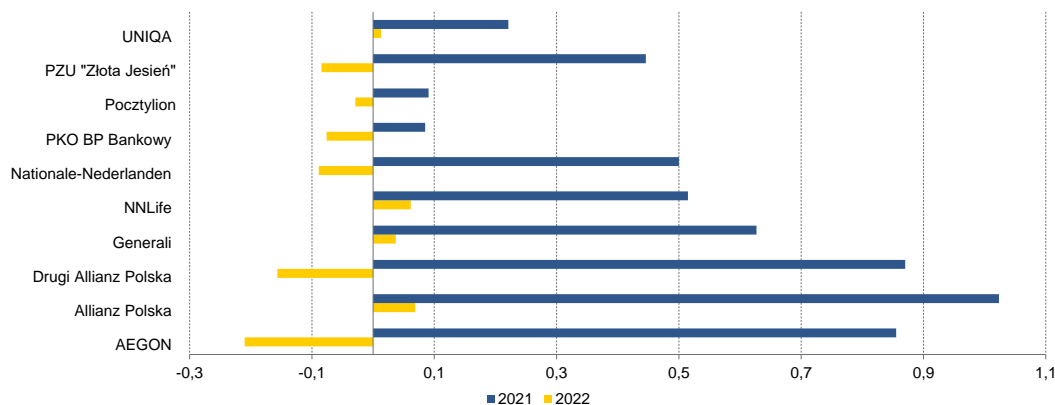
W 2022 r. obniżył się wskaźnik *information ratio* (IR)<sup>220</sup> mierzący umiejętność osiągania przez zarządzających stóp zwrotu wyższych niż benchmark (wykres 4.6.7). Wpływ na to miały istotne

<sup>220</sup> *Information ratio* liczone jest jako iloraz średniej różnic między miesięcznymi stopami zwrotu funduszu a stopami zwrotu benchmarku oraz odchylenia standardowego tych różnic.



zmiany WIBID, za którymi z opóźnieniem podążały wypłaty odsetkowe od instrumentów dłużnych. Jedynie czterem funduszom udało się osiągnąć dodatnią wartość wskaźnika. Najwyższe IR wypracował ten sam podmiot co rok wcześniej.

**Wykres 4.6.7** *Information ratio* dla poszczególnych OFE w latach 2021–2022



Uwaga: za stopę zwrotu benchmarku przyjęto 90% stopy zwrotu WIG i 10% WIBID 1Y.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W 2022 r. stosunek kosztów zarządzania funduszem do średniego WAN wzrósł z 0,46% do 0,49%, mimo spadku (o 6,7%) nominalnej wartości kosztów. Obniżyły się zarówno stałe koszty zarządzania, jak i te zależne od wyników inwestycyjnych, związane z zasileniem rachunku premiowego. Dynamika obniżki była jednak niższa w porównaniu z tempem spadku aktywów netto OFE.

#### 4.6.4. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych

Średnia ważona roczna stopa zwrotu funduszy w 2022 r. wyniosła -15,1% i była najniższa od początku funkcjonowania OFE. W 2021 r. wartość ta osiągnęła najwyższy poziom w historii. W ciągu roku stopa zwrotu zmniejszyła się zatem o 44,6 pkt proc. (tabela 4.6.3). Po uwzględnieniu inflacji, realna stopa zwrotu była jeszcze niższa i wyniosła -25,8%. Wszystkie fundusze uzyskały jednak lepsze wyniki niż stopy zwrotu indeksów WIG i WIG20 (odpowiednio -17,1% i -20,9%).

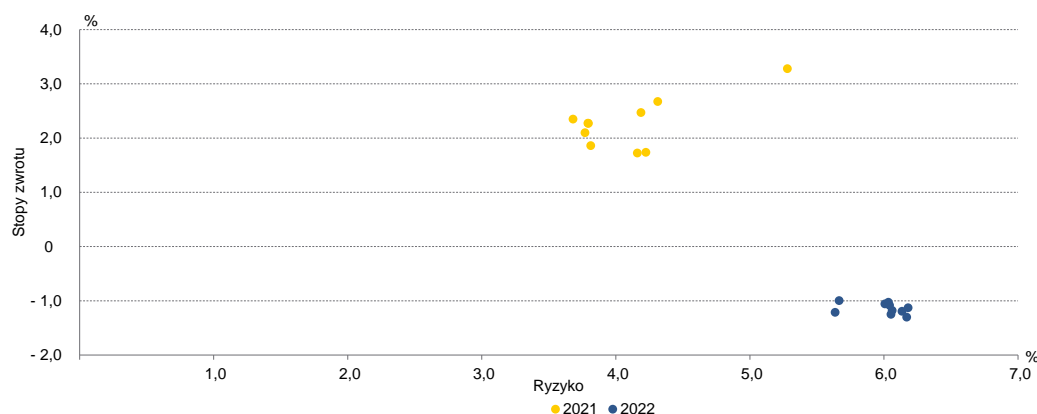
**Tabela 4.6.3** Stopy zwrotu OFE, wskaźniki inflacji oraz waloryzacji subkonta w ZUS w latach 2019–2022 (w %)

	2019	2020	2021	2022
Średnia roczna ważona stopa zwrotu	0,9	-2,1	29,5	-15,1
Najlepszy OFE w danym roku	1,9	-0,8	33,2	-13,0
Najgorszy OFE w danym roku	-0,7	-4,2	26,6	-16,5
Średnioroczna inflacja CPI	1,6	2,3	5,1	14,4
Wskaźnik waloryzacji subkonta ZUS	5,73	5,23	7,07	9,20

Uwaga: stopy zwrotu OFE zostały obliczone na podstawie wartości jednostki rozrachunkowej, bez uwzględnienia opłaty od składki. Stopy te odpowiadają jednorazowej inwestycji środków na początku roku, bez dokonywania cyklicznych wpłat.

Źródło: UKNF, ZUS i GUS.

Poziom ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym miesięcznych stóp zwrotu w 2022 r. znacznie wzrósł i wyniósł 5,8% (wykres 4.6.6). Tym samym fundusze osiągnęły niższe stopy zwrotu przy wyższym poziomie ryzyka w porównaniu z poprzednim rokiem. W przeciwieństwie do 2021 r. ich zmienność była jednak niższa niż odchylenie standardowe stóp zwrotu indeksu WIG, które wyniosło 7,1%. Najbardziej ryzykowny OFE cechował się odchyleniem standardowym na poziomie 6,2%, zaś najbezpieczniejszy – 5,6%. Stopy zwrotu obu tych funduszy były jednak bardzo zbliżone do średniej.

**Wykres 4.6.6** Stopy zwrotu i ryzyko inwestycyjne OFE w latach 2021–2022

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.

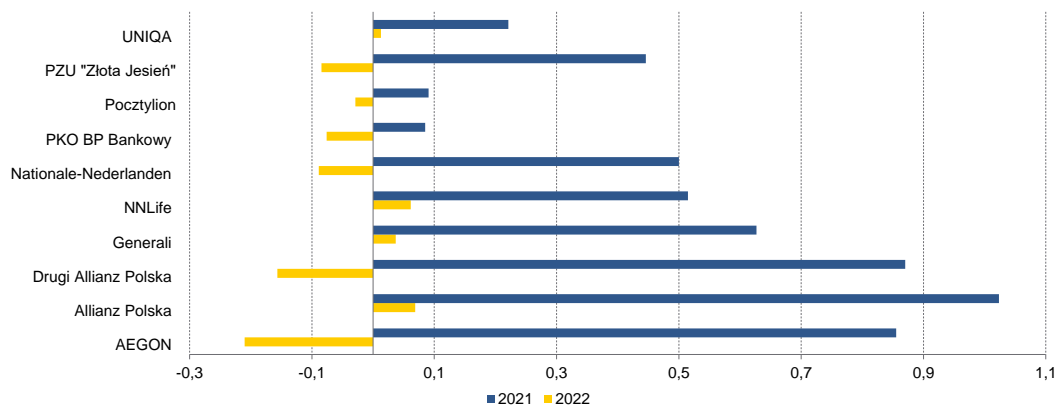
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W 2022 r. obniżył się wskaźnik *information ratio* (IR)<sup>221</sup> mierzący umiejętność osiągania przez zarządzających stóp zwrotu wyższych niż benchmark (wykres 4.6.7). Wpływ na to miały istotne

<sup>221</sup> *Information ratio* liczone jest jako iloraz średniej różnic między miesięcznymi stopami zwrotu funduszu a stopami zwrotu benchmarku oraz odchylenia standardowego tych różnic.

zmiany WIBID, za którymi z opóźnieniem podążały wypłaty odsetkowe od instrumentów dłużnych. Jedynie czterem funduszom udało się osiągnąć dodatnią wartość wskaźnika. Najwyższe IR wypracował ten sam podmiot co rok wcześniej.

**Wykres 4.6.7** *Information ratio* dla poszczególnych OFE w latach 2021–2022



Uwaga: za stopę zwrotu benchmarku przyjęto 90% stopy zwrotu WIG i 10% WIBID 1Y.

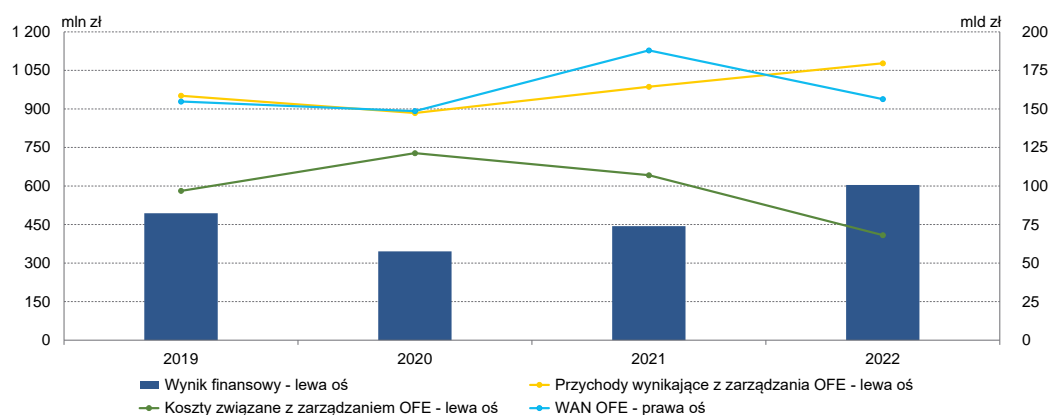
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W 2022 r. stosunek kosztów zarządzania funduszem do średniego WAN wzrósł z 0,46% do 0,49%, mimo spadku (o 6,7%) nominalnej wartości kosztów. Obniżyły się zarówno stałe koszty zarządzania, jak i te zależne od wyników inwestycyjnych, związane z zasileniem rachunku premiowego. Dynamika obniżki była jednak niższa w porównaniu z tempem spadku aktywów netto OFE.

#### 4.6.5. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych

Wynik finansowy PTE w 2022 r. wzrósł o 36,1% i wyniósł 604,0 mln zł (wykres 4.6.8). Był to najwyższy zysk sektora od 2012 r. Tylko jeden podmiot nie odnotował wyższego zysku niż przed rokiem, co prawdopodobnie spowodowane było znacznym wzrostem kosztów finansowych związanych z planowanym nabyciem jednego z towarzystw. Wszystkie PTE zwiększyły przychody z tytułu zarządzania OFE (łącznie o 9,3%, do 1,1 mld zł). Wzrosła bowiem kwota zwrotu nadpłaty ze środków Funduszu Gwarancyjnego. Spadek aktywów OFE upoważnił bowiem PTE do utrzymania niższego wkładu w ramach tego Funduszu.

**Wykres 4.6.8** Wynik finansowy PTE, koszty i przychody z zarządzania OFE oraz wartość aktywów OFE w latach 2019–2022



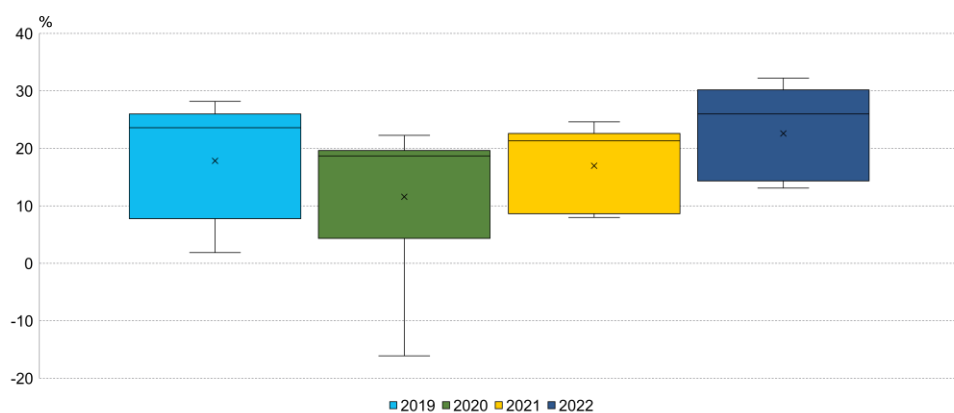
Uwaga: jako koszty związane z zarządzaniem przyjęto sumę obowiązkowych obciążeń z tytułu zarządzania OFE i pozostałych kosztów.

Źródło: UKNF.

W 2022 r. kapitał własny powszechnych towarzystw emerytalnych wzrósł o 135,4 mln zł (5,9%). Stanowił on 83,4% pasywów sektora, o 1,8 pkt proc. mniej niż rok wcześniej. Relacja kapitału własnego towarzystw do aktywów netto zarządzanych przez nie OFE zwiększyła się o 0,4 pkt proc. i wyniosła 1,6%. Utrzymywanie tego współczynnika na poziomie wyższym niż 1% było warunkiem koniecznym do wypłaty dywidendy. W 2022 r. spełniły go wszystkie towarzystwa.

W analizowanym roku wskaźnik ROE sektora PTE wzrósł z 19,3% do 25,5%. Poprawa tej miary wynikała z wyższego wyniku finansowego podmiotów sektora. Zwiększyły się zarówno wartość średniej, jak i mediany tego współczynnika (wykres 4.6.9). Tylko jedno towarzystwo nie osiągnęło rentowności wyższej niż rok wcześniej. Najwyższe ROE wypracowało PTE zarządzające funduszem o największych aktywach, jednak zależność między wartością tego wskaźnika, a aktywami OFE nie występowała w pozostałych podmiotach.

**Wykres 4.6.9** Rentowność kapitału własnego PTE w latach 2019–2022



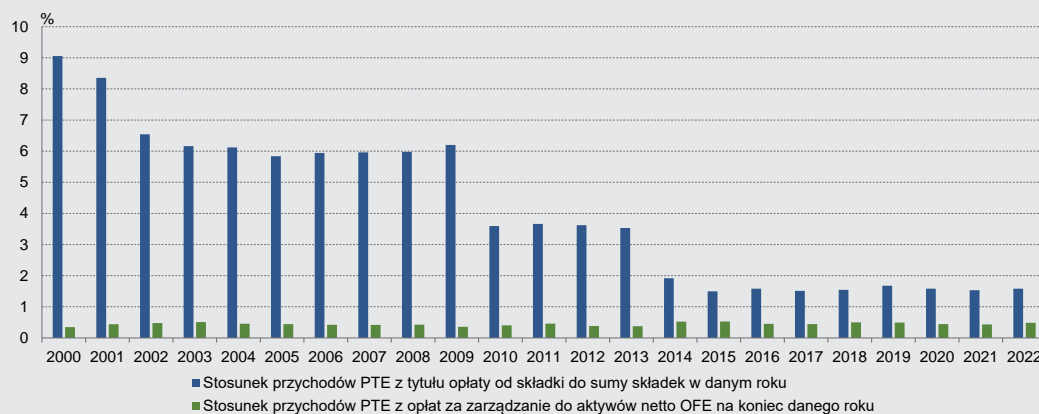
Uwaga: ROE liczone jako relację zysku netto oraz średniej wartości kapitału własnego na koniec poszczególnych kwartałów w danym roku; krawędzie pudełka wyznaczają pierwszy i trzeci kwartyl, linia wewnątrz pudełka – medianę, a krzyżyk – wartość średnią. Linia pionowa oznacza maksymalną i minimalną wartość wskaźnika.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

#### Ramka 4.6.1. Otwarte fundusze emerytalne z perspektywy 23 lat funkcjonowania – wybrane zagadnienia

Wraz z reformą emerytalną przeprowadzoną w 1999 r. do polskiego systemu finansowego wprowadzono nowe instytucje: otwarte fundusze emerytalne oraz zarządzające nimi powszechne towarzystwa emerytalne. Włączenie do systemu emerytalnego podmiotów inwestujących na rynku kapitałowym miało na celu dywersyfikację ryzyka oraz przyczynienie się do wyższych świadczeń emerytalnych w przyszłości, w myśli idei „bezpieczeństwo dzięki różnorodności”. Uczestnik funduszu został jednak zobowiązany do ponoszenia opłat na rzecz podmiotów zarządzających jego środkami. Członek OFE ponosi również ryzyko inwestycyjne związane z transakcjami zawieranymi przez fundusze.

Wykres I. Przychody PTE z tytułu opłat za zarządzanie i od składki w latach 2000–2022

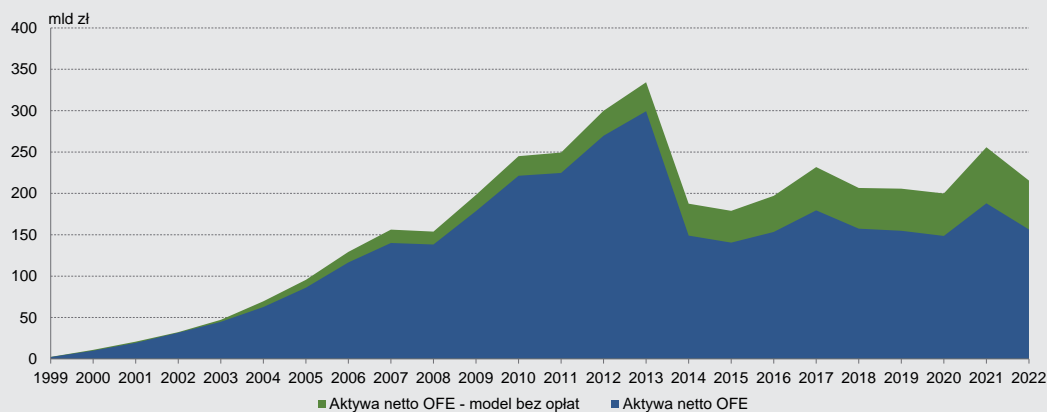


Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Przez 23 lata funkcjonowania OFE do funduszy wpłacono prawie 230 mld zł składek, a podmioty wypracowały 353% stopę zwrotu. Na wysokość środków zgromadzonych przez członków ujemnie wpływały jednak ponoszone przez nich koszty. Wartość przychodów PTE z tytułu opłaty od składki na koniec 2000 r. stanowiła 9,1% całości środków wpłaconych do OFE. Początkowo maksymalny poziom tej opłaty nie był prawnie uregulowany, co spowodowało, że obciążające uczestnika koszty związane z pozostawianiem w tej części systemu emerytalnego były wysokie. Pierwsze regulacje ograniczające maksymalną wysokość opłaty od składki weszły w życie w 2004 r. Opłata ta nie mogła przekroczyć 7% wpłaty. W 2010 r. limit zmniejszono do 3,5%. Od 2014 r., z powodu kolejnych zmian w systemie emerytalnym, napływ środków do OFE znacznie zmalał, a maksymalna wysokość opłaty od składki została obniżona do 1,75%. Tym samym to źródło przychodów PTE straciło istotnie na znaczeniu (wykres I). W 2022 r. z tytułu tej opłaty do towarzystw wpłynęło 62,7 mln zł wobec 753,6 mln wynagrodzenia za zarządzanie. W ciągu 23 lat funkcjonowania OFE łączne przychody PTE w związku z pobieraniem opłat wyniosły 25,7 mld zł. Od 2004 r. co miesiąc fundusze ponosiły też koszty zasilenia rachunku premiowego w wysokości 0,005% aktywów netto. Im wyższa była stopa zwrotu danego OFE, tym większą część środków zgromadzonych na rachunku mogło wycofać zarządzające nim towarzystwo. PTE, którego fundusz osiągnął najwyższą stopę zwrotu miał prawo do całej kwoty, zaś to z najniższym wynikiem całość środków musiało zwrócić do funduszu. Warunkiem uzyskania prawa do wycofania środków było osiągnięcie przez fundusz stopy zwrotu wyższej niż wskaźnik cen towarów i usług. Łączny koszt, który OFE poniosły z tego tytułu w latach 2000–2022 wyniósł 1,1 mld zł. Pobranie opłaty oznaczało dla uczestnika nie tylko jednorazowy koszt w postaci zmniejszenia składki lub kapitału zgromadzonego na koncie, lecz także utratę korzyści, w

postaci zysku z inwestycji większego kapitału, które na koniec 2022 r. wyniosłyby 59,1 mld zł. (wykres II).

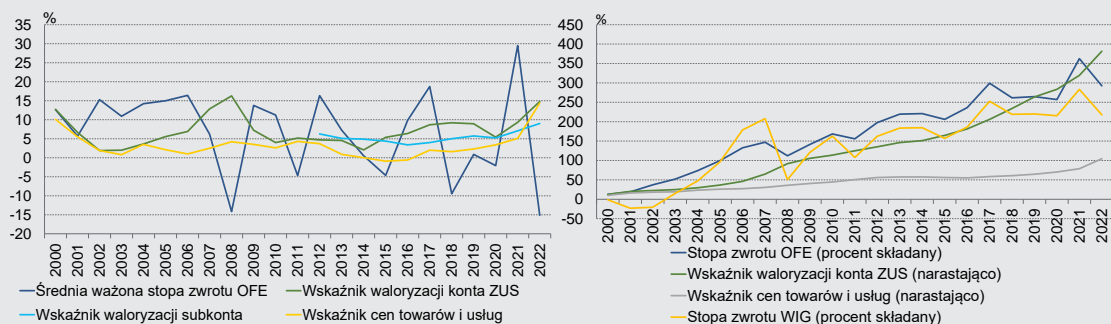
**Wykres II.** Wartość aktywów netto OFE – rzeczywista oraz hipotetyczna bez opłat



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Idea „bezpieczeństwa dzięki różnorodności” oparta była na założeniu, że przyrost oszczędności emerytalnych zależy od odmiennych wielkości ekonomicznych. Środki w ZUS są powiązane z gospodarką realną, a OFE z rynkami finansowymi. Konto ZUS jest corocznie waloryzowane o wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych powiększony o wzrost realny sumy przypisu składek na ubezpieczenie emerytalne<sup>1</sup>. Ponadto, za ostatnie kwartały przed przejściem na emeryturę, środki zgromadzone w ZUS są waloryzowane kwartalnie. W wyniku zmian w systemie w 2011 r. w ZUS utworzono dla każdego ubezpieczonego subkonto, na które trafia część składki emerytalnej. Wskaźnik jego waloryzacji różni się od tego stosowanego dla konta i jest równy średniorocznej dynamice wartości produktu krajowego brutto w cenach bieżących za okres ostatnich pięciu lat<sup>2</sup>.

**Wykres III.** Stopy zwrotu OFE oraz wskaźniki waloryzacji i inflacji CPI

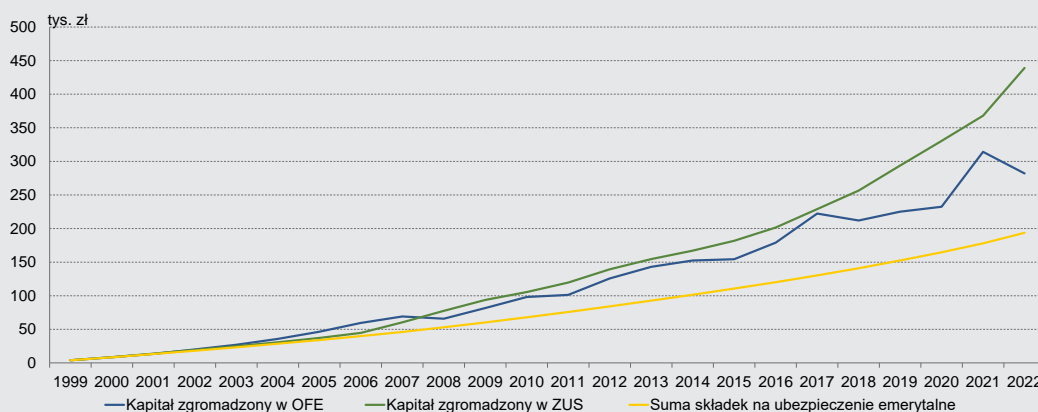


Źródło: UKNF, ZUS, GUS.

W latach 2000–2022 współczynnik indeksacji konta w ZUS wyniósł 381% wobec 292% stopy zwrotu OFE. Z kolei do 2019 r. skumulowana stopa zwrotu OFE przewyższała wskaźnik waloryzacji. Od początku funkcjonowania funduszy ich roczna stopa zwrotu sześć razy była ujemna (wykres III). Przez większość analizowanego okresu, szczególnie w pierwszych latach istnienia, była wyższa niż wskaźnik waloryzacji konta w ZUS. Skumulowana stopa zwrotu nie jest jednak w pełni porównywalna ze skumulowanym wskaźnikiem waloryzacji. Środki emerytalne nie są bowiem

wpłacane raz na początku okresu, lecz regularnie przez lata. Ponadto w przypadku waloryzacji występuje przesunięcie czasowe, które istotnie wpływa na wartość kapitału zgromadzonego na koncie, podczas gdy środki w OFE są inwestowane w sposób ciągły (Wykres IV).

**Wykres IV.** Symulacja wartości środków zgromadzonych na koncie w ZUS oraz w OFE w momencie przejścia na emeryturę



Uwaga: kapitał w OFE prezentowany jest przy założeniu jednej płatności na koniec roku równej 19,52% (wysokość składki emerytalnej) przeciętnego wynagrodzenia w danym roku, powiększanego o średnią ważoną stopę zwrotu OFE. Kapitał w ZUS odzwierciedla stan konta przy założeniu złożenia wniosku o przejście na emeryturę w grudniu danego roku oraz przy składce wynoszącej 19,52% przeciętnego wynagrodzenia. Uwzględnione są waloryzacje roczne i kwartalne.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF, ZUS i GUS.

<sup>1</sup>Art. 25 ustawy z dnia 17 grudnia 1998 r. o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych.

<sup>2</sup>Art. 40c ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych.



## 4.7. Dobrowolne oszczędności emerytalne

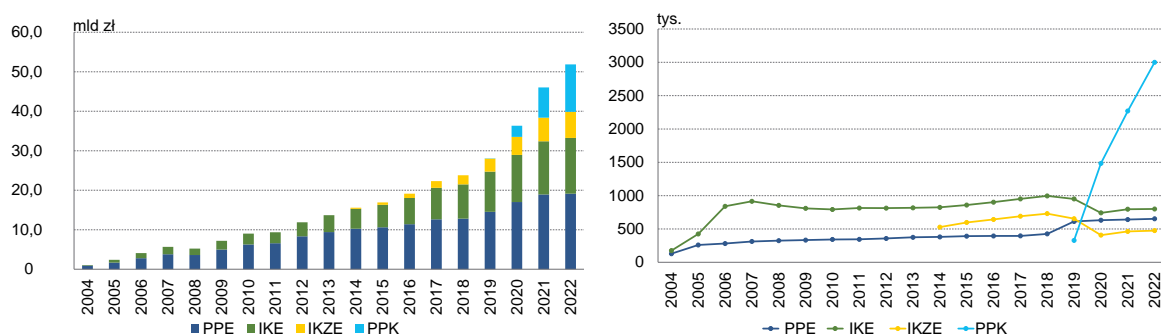
W 2022 r. istniały cztery formy dobrowolnego oszczędzania na cele emerytalne, dwie pracownicze i dwie indywidualne. Były to:

- pracownicze programy emerytalne (PPE) zarządzane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI), zakłady ubezpieczeń oraz pracownicze towarzystwa emerytalne;
- indywidualne konta emerytalne (IKE) zarządzane przez podmioty prowadzące działalność maklerską, TFI, zakłady ubezpieczeń, banki oraz powszechne towarzystwa emerytalne (PTE);
- indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE) zarządzane przez podmioty prowadzące działalność maklerską, TFI, zakłady ubezpieczeń, banki oraz powszechne towarzystwa emerytalne (PTE);
- pracownicze plany kapitałowe (PPK) zarządzane przez TFI, zakłady ubezpieczeń i PTE.

Formy te różniły się przede wszystkim zakresem ulg podatkowych oraz maksymalną wartością odprowadzanych składek.

W 2022 r. dobrowolne oszczędności emerytalne wzrosły z 46,0 mld zł do 51,9 mld zł (o 12,2%), i tym samym stanowiły 2,9% aktywów finansowych gospodarstw domowych (wobec 2,6% w 2021 r.). Najwięcej środków odłożono w funkcjonujących najdłużej PPE, jednak ich udział w strukturze aktywów III filara się zmniejszył (wykres 4.7.1). Wynikało to z wysokiej dynamiki wzrostu środków w ramach PPK. Najmniej oszczędności emerytalnych zgromadzono w IKZE, jednak tempo ich przyrostu było wyższe niż w IKE i PPE.

**Wykres 4.7.1.** Aktywa zgromadzone w PPE, IKE, IKZE oraz PPK (lewy panel), liczba rachunków (prawy panel) w latach 2004–2022



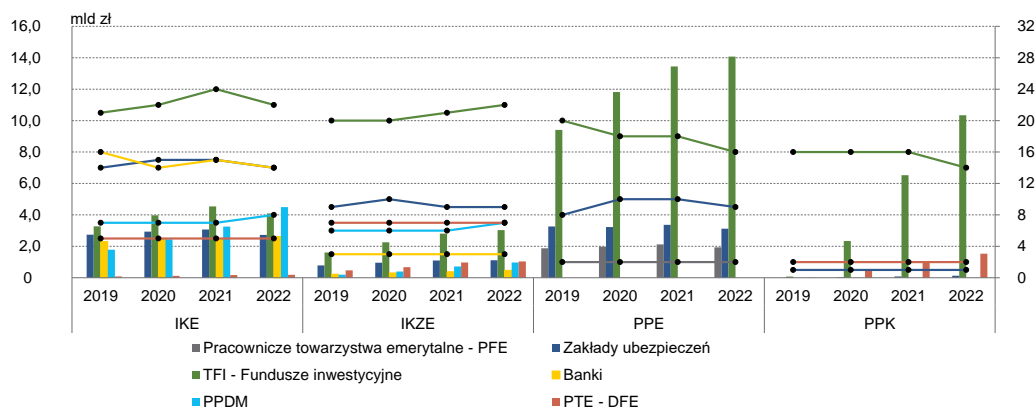
Źródło: UKNF.

Liczba rachunków funkcjonujących w ramach III filara wzrosła o 756,9 tys. (18,1%) i na koniec roku wyniosła 4,9 mln, z czego 3,5 mln było aktywnych<sup>222</sup>. We wszystkich formach dobrowolnych oszczędności emerytalnych odnotowano wzrost liczby rachunków, przy czym podobnie jak

<sup>222</sup> Za aktywne rachunki przyjęto te, na które chociaż raz w roku wpłacono składki.

w poprzednich latach największą dynamikę wykazywały pracownicze plany kapitałowe (32,1%). Jedynie w PPK odnotowano wzrost liczby aktywnych uczestników.

**Wykres 4.7.2.** Liczba podmiotów zarządzających dobrowolnymi oszczędnościami emerytalnymi oraz wartość zgromadzonych aktywów w latach 2019–2022



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. Dane dotyczące składek i wypłat do i z PPE za poprzednie lata uległy korekcie.

Źródło: UKNF.

W 2022 r. wpłaty do dobrowolnych form emerytalnych wyniosły 11,9 mld zł, o 1,4 mld zł (13,8%) więcej niż rok wcześniej. Najwięcej składek (5,3 mld zł) odprowadzono do PPK. Na PPE wpłacono zaś 2,8 mld zł, na IKE 2,4 mld zł, a na IKZE 1,4 mld zł. Z programów wypłacono w sumie 1,6 mld zł, z czego prawie połowę z PPE (0,8 mld zł)<sup>223</sup>. W stosunku do aktywów na koniec 2021 r. największe wypłaty odnotowano w IKE (4,5%), a najmniejsze w PPK (0,3%). W PPE było to 4,0%, zaś w IKZE 2,6%.

Spośród wszystkich instytucji najwięcej środków emerytalnych zgromadzono w funduszach inwestycyjnych (31,5 mld zł, wobec 27,3 mld zł na koniec 2021 r.), najmniej zaś w pracowniczych funduszach emerytalnych (1,9 mld zł, wobec 2,1 mld zł) (wykres 4.7.2). Ponadto zakłady ubezpieczeń zarządzały dobrowolnymi oszczędnościami emerytalnymi o wartości 7,1 mld zł (7,6 mld zł w 2021 r.), podmioty prowadzące działalność maklerską 5,5 mld zł (4,0 mld zł w 2021 r.), banki 3,1 mld zł (2,8 mld zł w 2021 r.), zaś powszechne towarzystwa emerytalne 2,7 mld zł (2,2 mld zł w 2021 r.). Po raz pierwszy wartość aktywów zgromadzonych na indywidualnych kontach emerytalnych prowadzonych przez podmioty maklerskie przewyższyła środki na IKE w funduszach inwestycyjnych. W pozostałych formach III filara TFI były instytucjami, które zarządzały największymi aktywami. Dobrowolne oszczędności stanowiły 21,6% aktywów netto funduszy inwestycyjnych otwartych (FIO) i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych

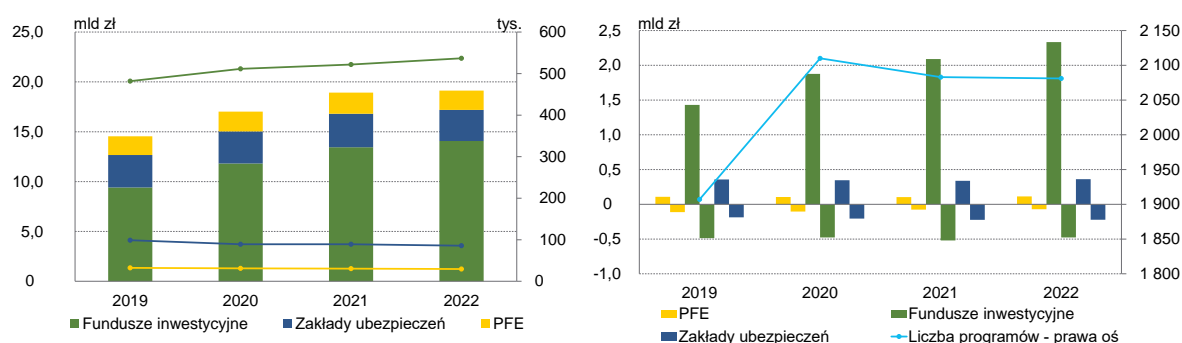
<sup>223</sup> Za wypłaty przyjęto wszystkie operacje powodujące odpływ środków z III filara tj. wypłaty oraz zwroty.

(SFIO) oraz 20,6% aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych (UFK) (wobec odpowiednio 14,8% i 16,1% w 2021 r.).

#### 4.7.1. Pracownicze programy emerytalne

W 2022 r. aktywa zgromadzone w pracowniczych programach emerytalnych zwiększyły się o 0,2 mld zł i na koniec roku wyniosły 19,1 mld zł (wykres 4.7.3). Wzrost był spowodowany jedynie napływem składek. Przyrost wartości aktywów był bowiem ograniczony przez negatywny wynik finansowy. Podobnie jak w poprzednich latach największa część środków została zgromadzona w funduszach inwestycyjnych (76,3%). Ich udział zwiększył się, gdyż jako jedyne instytucje w ramach PPE odnotowały wzrost wartości zgromadzonych w nich aktywów. Najmniej środków przyszli emeryci odłożyli w pracowniczych funduszach emerytalnych (10,1%).

**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 2019–2022



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. Dane dotyczące składek i wypłat za lata 2020-2021 uległy korekcie.

Źródło: UKNF.

Wartość składek wpłaconych do PPE w 2022 r. wyniosła 2,8 mld zł, wobec 2,5 mld zł w poprzednim roku (składki podstawowe – 2,7 mld zł, a składki dodatkowe 0,09 mld zł). Przeciętnie największych wpłat na PPE dokonano do PFE (8,5 tys. zł – podstawowa i 2,9 tys. zł dodatkowa), najmniejszych zaś do zakładów ubezpieczeń (5,2 tys. zł – podstawowa i 0,9 tys. zł dodatkowa). Przeciętna składka podstawowa odprowadzana do programów zarządzanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych wyniosła 5,3 tys. zł, zaś dodatkowa – 1,3 tys. zł. Z programów wypłacono w sumie 769,3 mln zł, ponadto 168,9 mln zł przekazano na IKE z tytułu wypłat transferowych.

Podobnie jak rok wcześniej w 2022 r. zmniejszyła się liczba prowadzonych programów i na koniec roku wyniosła 2 081, z czego 1 544 zarządzanych było przez TFI. 19 programów zmieniło podmiot zarządzający. Tylko w jednym przypadku TFI zastąpiono zakładem ubezpieczeń. Z rejestru PPE wykreślono 30 programów (15 w formie umowy z funduszem inwestycyjnym, 12 w formie umowy

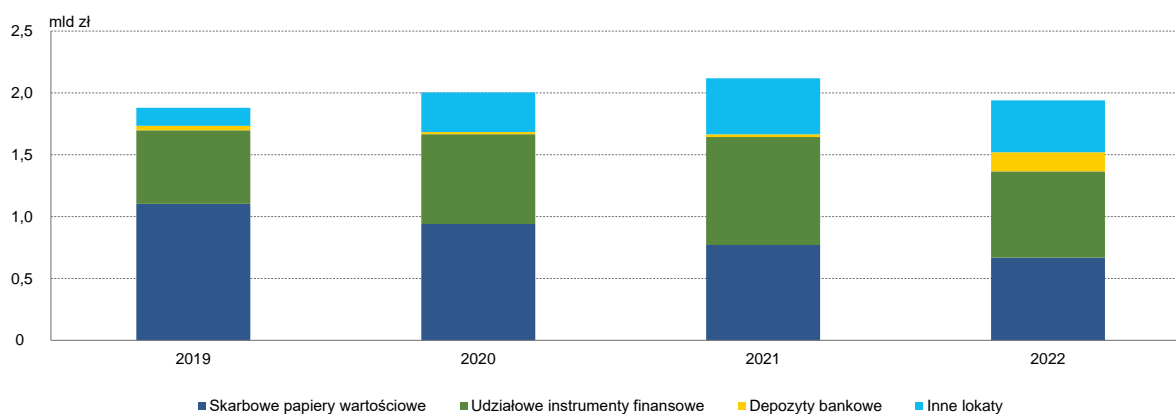
ubezpieczeniowej i 3 w formie umowy z pracowniczym funduszem emerytalnym), zaś wpisano 28 nowych (wszystkie zarządzane przez TFI). Nie zmieniła się jednak liczba pracodawców prowadzących PPE (2 335).

Mimo spadku liczby programów, liczba uczestników PPE w 2022 r. wzrosła do 652,2 tys. Fundusze inwestycyjne były jedynym rodzajem instytucji, w którym liczba ta się zwiększyła. Na koniec roku TFI zarządzały programami obejmującymi 536,8 tys. osób, zakłady ubezpieczeń 85,8 tys. zaś pracownicze towarzystwa emerytalne 29,6 tys. osób. Wzrostowi liczby uczestników towarzyszyła spadająca liczba aktywnych członków (493,2 tys. na koniec 2022 r.).

Na koniec 2022 r. liczba podmiotów zarządzających środkami zgromadzonymi w PPE wyniosła 27. Wśród nich było 16 TFI, dziewięć zakładów ubezpieczeń i dwa pracownicze towarzystwa emerytalne. W wyniku przejęć w sektorze liczba podmiotów zmniejszyła się o trzy (dwa TFI i jeden zakład ubezpieczeń).

Podobnie jak w poprzednich latach oba pracownicze towarzystwa emerytalne przekazały zarządzanie podmiotom zewnętrznym – towarzystwom funduszy inwestycyjnych. W lokatach pracowniczych funduszy emerytalnych doszło do znacznego zwiększenia depozytów (z 1,0% portfela do 7,9%), przy jednoczesnym ograniczeniu instrumentów udziałowych (z 41,2% do 35,9%). Udział pozostałych kategorii portfela inwestycyjnego pozostał na zbliżonym poziomie, co w 2021 r., jednak ich wartość zmalała ze względu na spadek wyceny (wykres 4.7.4).

**Wykres 4.7.4.** Portfel inwestycyjny pracowniczych funduszy emerytalnych w latach 2019–2022



Źródło: UKNF.

W 2022 r. zmieniły się regulacje dotyczące obowiązków informacyjnych w zakresie PPE. Zmiana art. 23 ustawy o pracowniczych programach emerytalnych przeniosła odpowiedzialność za dostarczenie organowi nadzoru informacji o realizacji planu z pracodawcy na podmiot zarządzający<sup>224</sup>.

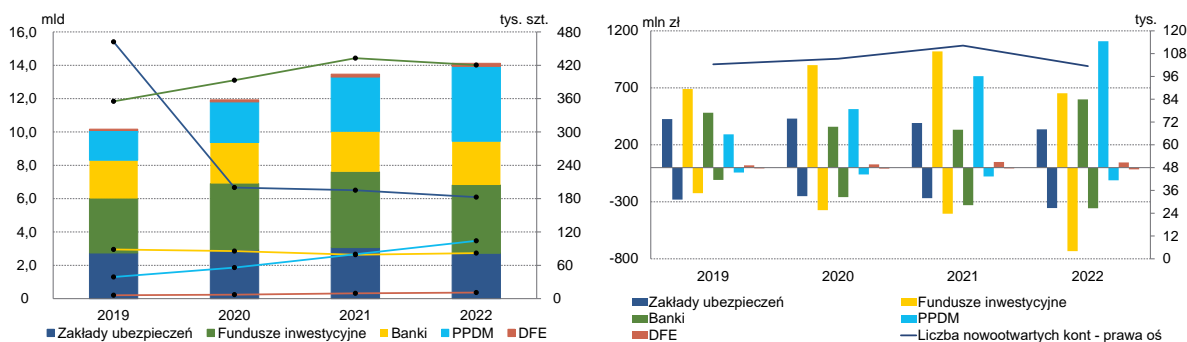
<sup>224</sup> Ustawa z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o pracowniczych programach emerytalnych oraz ustawy o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego (Dz.U. z 2022 r. poz. 904)

## 4.7.2. Indywidualne konta emerytalne i indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego

### Indywidualne Konta Emerytalne

Wartość oszczędności zgromadzonych na indywidualnych kontach emerytalnych w 2022 r. wzrosła z 13,5 mld zł do 14,1 mld zł (wykres 4.7.5), jednak tempo ich przyrostu istotnie spadło, z 12,9% do 4,8%. Napływ środków<sup>225</sup> zwiększył się nieznacznie, z 2,6 mld zł do 2,7 mld zł, z czego wpłaty wyniosły 2,4 mld zł. Średnia wysokość składki wzrosła o 5,8%, do 5,5 tys. zł i stanowiła jedną trzecią limitu wpłat, których można było dokonać w roku<sup>226</sup>. W 2022 r. odpływ środków był o 44,5% wyższy niż w poprzednim okresie i wyniósł 1,6 mld zł. Znacznie wzrosła wartość wypłat (z 425,3 mln zł do 631,7 mln zł), zwrotów (z 478,6 mln zł do 735,1 mln zł) oraz wypłat transferowych dokonanych na inne IKE i do PPE (z 183,1 mln zł do 203,6 mln zł). Skala odpływu odpowiadała 11,7% wartości aktywów zgromadzonych na IKE na koniec 2021 r. Zwrot i częściowy zwrot umożliwiały wycofanie środków z IKE w sytuacji, gdy oszczędzający nie spełniał warunków uprawniających do wypłaty<sup>227</sup>. W 2022 r. częściowe zwroty stanowiły 17% wszystkich zwrotów. Wcześniejsze wycofanie środków wiązało się z obciążeniem oszczędności podatkiem od dochodów kapitałowych, lecz nie wykluczało możliwości ponownego założenia konta w przyszłości. Jedną z przyczyn zwiększonej skali odpływu mogły być ujemne stopy zwrotu, jakie IKE osiągnęły w 2022 r. (wykres 4.7.6). Był to pierwszy rok, kiedy napływ netto był wyższy niż przyrost wartości aktywów.

**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 2019–2022



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.

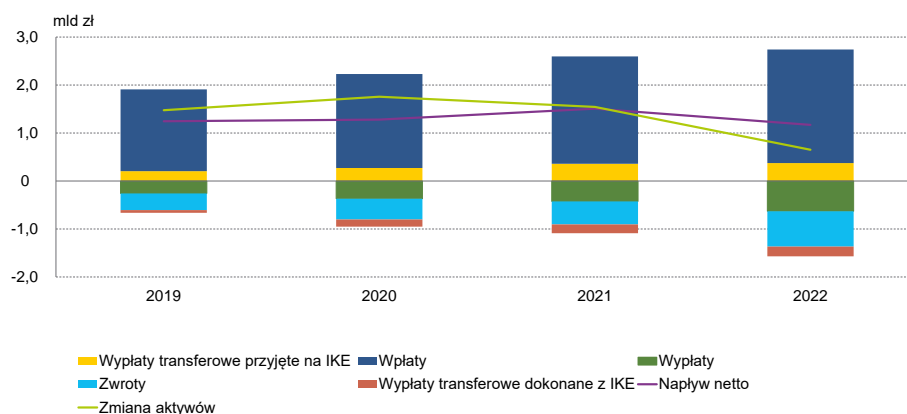
<sup>225</sup> Za napływ przyjęto wpłaty oraz wypłaty transferowe przyjęte z IKE, PPE i PPK.

<sup>226</sup> Limit wpłat na IKE w 2022 r. wyniósł 17 766,0 zł.

<sup>227</sup> Oszczędzający nie spełniał kryteriów określonego wieku oraz odpowiedniego okresu oszczędzania.

Najwyższy napływ netto środków odnotowano na rachunkach zarządzanych przez podmioty maklerskie. Były to jedyne IKE, które w 2022 r. osiągnęły dodatni wynik finansowy. Wpłynęło to na zmianę struktury rynku indywidualnych kont emerytalnych. W 2022 r., po raz pierwszy najwięcej środków zgromadzono w domach maklerskich – 4,5 mld zł (wzrost o 38,2%). IKE w tych instytucjach charakteryzowały się również najwyższym wzrostem liczby prowadzonych rachunków (o 30,3%, do 104,1 tys.) oraz najwyższą średnią wysokością wpłaty (12,7 tys. zł). Na znaczeniu straciły natomiast konta w formie umowy z funduszem inwestycyjnym, w których odnotowano spadek (o 10%) zgromadzonych oszczędności, do 4,1 mld zł. Zmniejszyła się także wartość aktywów na IKE w zakładach ubezpieczeń (do 2,7 mld zł). Konta prowadzone przez TFI i zakłady ubezpieczeń w 2022 r. wykazały odpływ środków w ujęciu netto, czego dotychczas nie obserwowano w ramach IKE. Pogłębianie się tego trendu może sprawić, że zmniejszy się znaczenie IKE jako formy oszczędzania na cele emerytalne. Niezmiennie najmniej aktywów zgromadzono w dobrowolnych funduszach emerytalnych – 0,2 mld zł.

**Wykres 4.7.6.** Dekompozycja zmian wartości środków zgromadzonych na IKE w latach 2019–2022



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.

Liczba IKE prowadzonych na koniec 2022 r. nieznacznie wzrosła, z 796,5 tys. do 800,1 tys., z czego aktywne rachunki stanowiły 54,2% wszystkich kont (wykres 4.7.5). Najwięcej IKE było oferowanych przez TFI (420,4 tys.), a najmniej przez PTE (10,9 tys.). W 2022 r. założono 101,4 tys. nowych kont, tj. o 9,7% mniej niż w 2021 r. Przyrost nowych rachunków odnotowano jedynie w podmiotach maklerskich i bankach, które także charakteryzowały się najwyższym odsetkiem dokonywanych wpłat (odpowiednio 70,7% i 86,1%). Na skutek tego średnia wartość środków na kontach zarządzanych przez te instytucje była istotnie wyższa od średniej dla wszystkich IKE (17,6 tys. zł) i wyniosła 43,1 tys. zł w podmiotach maklerskich oraz 32,0 tys. zł w bankach. Dla pozostałych typów instytucji prowadzących IKE średnia wartość środków na rachunku spadała.

Najniższym poziomem cechowały się konta w formie umowy z funduszem inwestycyjnym (9,7 tys. zł).

Liczba podmiotów oferujących IKE w 2022 r. spadła z 66 do 63 i wróciła do poziomu z 2020 r. Dwie instytucje finansowe (1 TFI i 1 PPDm) wprowadziły możliwość oszczędzania w tej formie, a pięć zaprzestało jej oferowania, co było związane z przejęciami na rynku finansowym. IKE były głównie zarządzane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (22). Oszczędzanie na indywidualnych kontach emerytalnych oferowało także 14 zakładów ubezpieczeń, 14 banków oraz 8 podmiotów prowadzących działalność maklerską. Jedynie 5 powszechnych towarzystw emerytalnych umożliwiało inwestowanie środków przy wykorzystaniu tego konta.

### **Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego**

Wartość oszczędności zgromadzonych na indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego w 2022 r. wzrosła o 10,8%, z 6,0 mld zł do 6,6 mld zł (wykres 4.7.7). Napływ środków<sup>228</sup> wyniósł 1,5 mld zł i był o 10 mln zł niższy niż w 2021 r., co wynikało ze spadku składki z 1,46 mld zł do 1,45 mld zł. W 2022 r. odnotowano istotny wzrost (o 77,3%) odpływu środków z 198,1 mln zł do 351,3 mln zł (wykres 4.7.8). Wyплаты i zwroty osiągnęły najwyższą wartość w historii i wyniosły odpowiednio 134,0 mln zł i 154,1 mln zł, podczas gdy wypłaty transferowe pozostały na niemal niezmiennym poziomie, co w 2021 r. (63,1 mln zł). Odpływy mierzone w relacji do aktywów stanowiły 5,9% wartości oszczędności zgromadzonych w tej formie na koniec 2021 r. Ponad połowę wypłat dokonano z IKZE zarządzanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (198,4 mln zł). Mimo to, na kontach w formie umowy z funduszem inwestycyjnym wciąż było zgromadzone najwięcej aktywów (3,0 mld zł). Najmniej oszczędności emerytalnych ulokowano na IKZE zarządzanych przez banki (0,5 mld zł). Wartość oszczędności emerytalnych w pozostałych formach IKZE, prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń, dobrowolne fundusze emerytalne oraz podmioty maklerskie, wyniosła około 1 mld zł w każdym z typów instytucji.

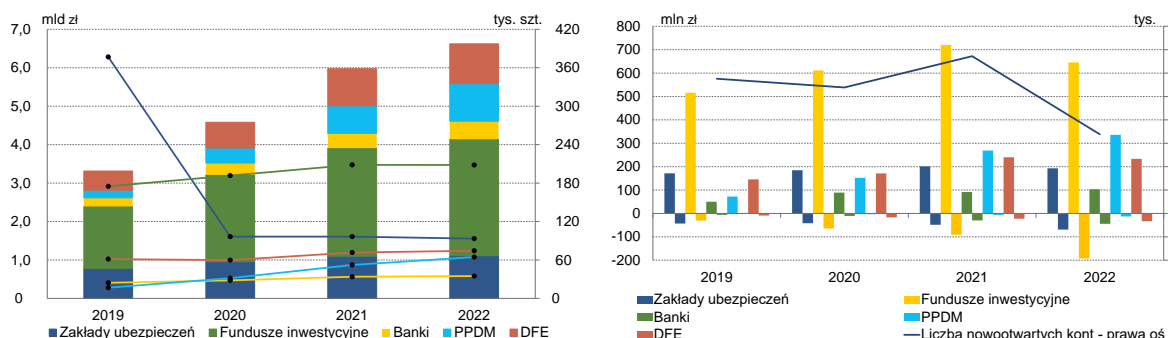
W 2022 r. liczba IKZE nieznacznie wzrosła (o 2,8%) i na koniec roku wyniosła 475,5 tys. kont. Jednocześnie liczba nowo otwartych rachunków spadła o 38,3% w porównaniu z 2021 r. – z 69,8 tys. do 43,1 tys. Najwięcej kont prowadzonych było w TFI (208,3 tys.), a najmniej w bankach (35,0 tys.). Kolejny rok z rzędu na znaczeniu zyskiwały IKZE oferowane przez domy maklerskie – wzrosła zarówno liczba kont, jak i wartość zgromadzonych na nich środków.

---

<sup>228</sup> Za napływ przyjęto wpłaty oraz wypłaty transferowe przyjęte z IKZE.



**Wykres 4.7.7.** Liczba IKZE oraz zgromadzone na nich aktywa (lewy panel), napływ oraz odpływ środków do/z IKZE (prawy panel) według podmiotów prowadzących konta w latach 2019–2022

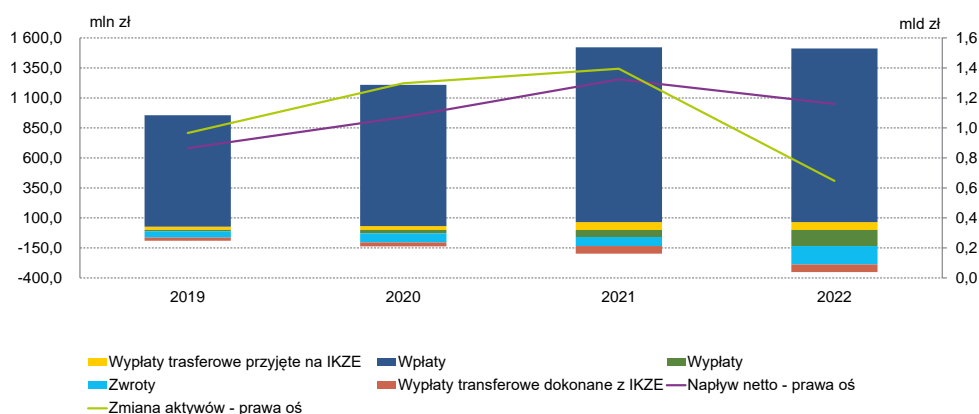


Uwaga: lewy panel – kolory w legendzie dotyczą wykresu słupkowego i liniowego. Na wykresie słupkowym przedstawiono aktywa (lewa oś), a na wykresie liniowym liczbę IKZE (prawa oś). Prawy panel – napływ środków obejmuje wpłaty do IKZE oraz wypłaty transferowe przyjęte z IKZE, odpływ środków obejmuje wypłaty z IKZE, zwroty, oraz wypłaty transferowe dokonane na IKZE.

Źródło: UKNF.

W 2022 r. wysokość średniej wpłaty utrzymała się na tym samym poziomie, co w 2021 r. i wyniosła 4,6 tys. zł. Najwięcej wpłacano na IKZE w podmiotach prowadzących działalność maklerską (6,4 tys. zł), a najmniej na konta prowadzone w zakładach ubezpieczeń (3,5 tys. zł). Podobnie jak w poprzednich latach przedsiębiorcy oszczędzali więcej niż osoby fizyczne nieprowadzące działalności gospodarczej. Średnia wysokość środków lokowanych przez przedsiębiorców wyniosła 8,2 tys. zł (76,9% limitu<sup>229</sup>) i była prawie dwukrotnie wyższa niż wpłata od osób fizycznych nieprowadzących działalności – 4,3 tys. zł (60,5% limitu)(wykres 4.7.9). Przedsiębiorcy stanowili jednak tylko 15% wszystkich oszczędzających na IKZE.

**Wykres 4.7.8.** Dekompozycja zmian wartości środków zgromadzonych na IKZE w latach 2019–2022



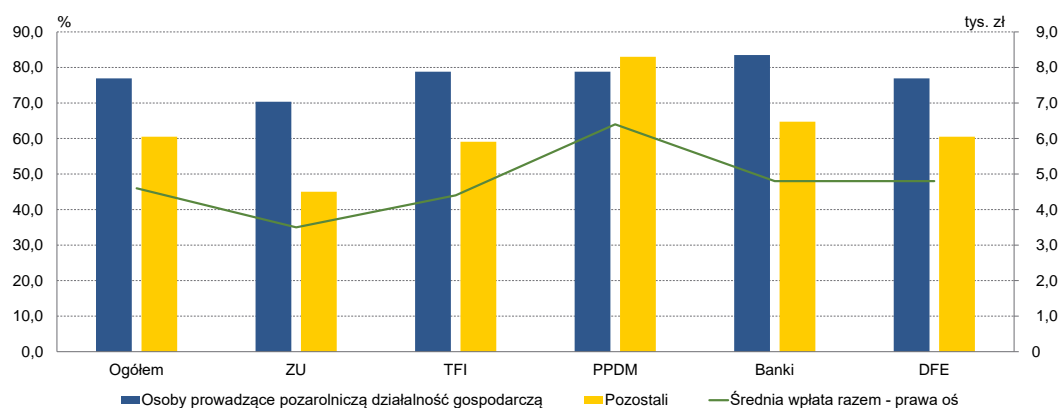
Uwaga: na wykresie słupkowym przedstawiono napływ i odpływ środków (lewa oś), a na wykresie liniowym zmianę aktywów oraz napływ netto (prawa oś).

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

<sup>229</sup> Limit wpłat na IKZE w 2022 r. wyniósł 10 659,6 zł dla osób prowadzących pozarolniczą działalność gospodarczą oraz 7 106,4 zł dla pozostałych.

W 2022 r. dwa nowe podmioty (TFI i PPDM) wprowadziły do swojej oferty produktowej możliwość oszczędzania na IKZE. Tym samym na rynku było łącznie 48 instytucji, które zarządzały środkami zgromadzonymi w tej formie: 22 TFI, 9 zakładów ubezpieczeń, 7 powszechnych towarzystw emerytalnych, 7 podmiotów prowadzących działalność maklerską oraz 3 banki.

**Wykres 4.7.9.** Wykorzystanie limitu wpłat na IKZE przez przedsiębiorców i osoby nieprowadzące działalności gospodarczej w 2022 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.

#### 4.7.3. Pracownicze plany kapitałowe

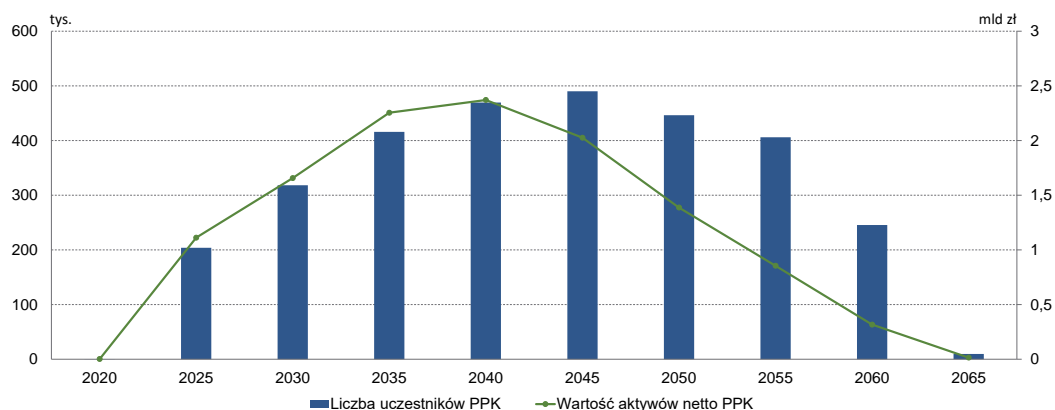
W 2022 r. obserwowano spowolnienie tempa wzrostu liczby członków pracowniczych planów kapitałowych. W 2021 r. zakończono bowiem wdrażanie PPK. Tym samym planami zostały objęte wszystkie przedsiębiorstwa i jednostki sektora finansów publicznych. W 2022 r. przybyło 0,5 mln rachunków (wzrost o 17,7%), a ich liczba na koniec roku osiągnęła 3,0 mln, przy czym unikalnych uczestników było 2,5 mln<sup>230</sup>. Wskaźnik partycypacji wyniósł 21,3%<sup>231</sup>. Najwięcej uczestników było w grupie funduszy o zdefiniowanej dacie 2045<sup>232</sup> (wykres 4.7.10), które, zgodnie z ustawowymi limitami, lokowały od 60% do 80% środków w instrumenty udziałowe.

<sup>230</sup> Ustawa zezwala na bycie uczestnikiem kilku programów, w różnych miejscach zatrudnienia.

<sup>231</sup> Wskaźnik partycypacji został policzony jako stosunek liczby osób zatrudnionych, które uczestniczą w PPK, do całkowitej liczby zatrudnionych.

<sup>232</sup> Zgodnie z definicją ustawową zdefiniowana data funduszu to rok, w którym wiek 60 lat osiągną osoby urodzone w roku stanowiącym środek przedziału roczników, dla których właściwy jest dany fundusz zdefiniowanej daty, o którym mowa w art. 38 lub art. 39 ustawy o PPK. Fundusze o dacie 2045 są więc właściwe dla urodzonych w latach 1983-1987. Uczestnicy mają jednak możliwość wyboru subfunduszu innego niż właściwy dla ich rocznika.

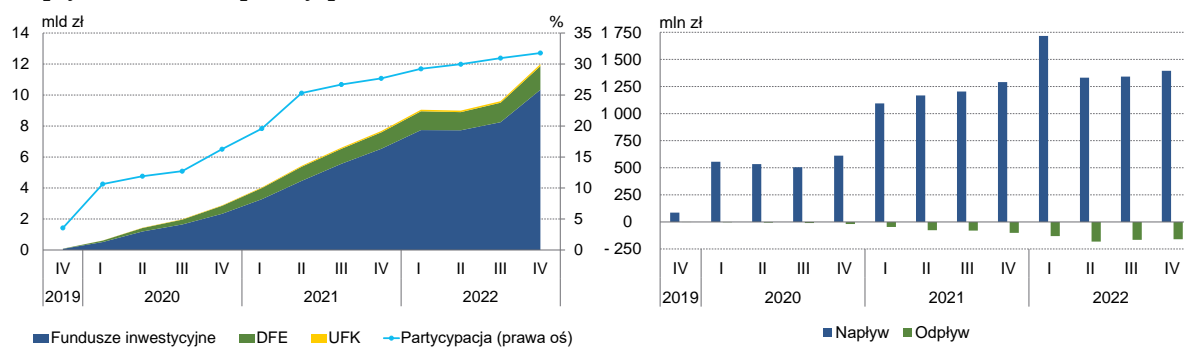
**Wykres 4.7.10.** Aktywa netto oraz liczba uczestników FZD w zależności od zdefiniowanej daty na koniec 2022 r.



Źródło: PFR, UKNF.

W 2022 r. do PPK wpłacono 5,3 mld zł nowych środków, o 24,6% więcej niż rok wcześniej (wykres 4.7.11). Ze względu na dopłaty roczne szczególnie wysoki napływ obserwowano w I kwartale 2022 r. Wpłaty podstawowe od pracowników stanowiły 51,3% napływu środków, zaś wpłaty podstawowe od pracodawców – 38,5%. Malejąca dynamika przyrostu członków spowodowała, że znacznie spadła wartość dopłat powitalnych, która w 2022 r. wyniosła 81,2 mln zł (wobec 271,0 mln zł w 2021 r.). Przeciętnie największe wpłaty wpływały na rachunki zatrudnionych w jednostkach sektora finansów publicznych (2,9 tys. zł).

**Wykres 4.7.11.** Wskaźnik partycypacji w PPK oraz zgromadzone aktywa (lewy panel), napływ i odpływ środków (prawy panel) w latach 2019–2022



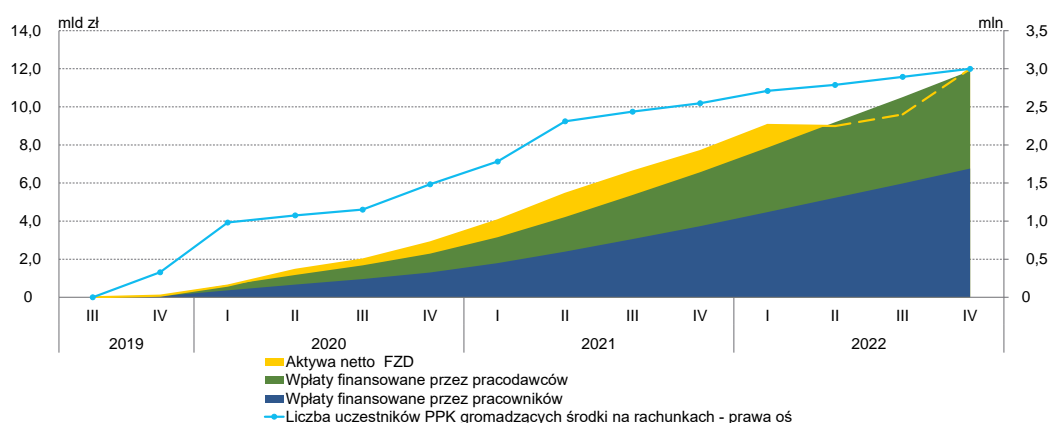
Uwaga: napływ środków obejmuje wpłacone składki podstawowe i dodatkowe oraz dopłaty roczne i powitalne; odpływ obejmuje wypłaty, wypłaty transferowe poza PPK oraz zwroty.

Źródło: obliczono na podstawie UKNF oraz GUS.

Aktywa zgromadzone w PPK na koniec 2022 r. wyniosły 12,0 mld zł, o 4,3 mld zł więcej niż na koniec 2021 r. (wzrost o 56,5%) (wykres 4.7.12). Średnia ważona roczna stopa zwrotu funduszy zdefiniowanej daty (FZD) była jednak ujemna i wyniosła -10,8%, zaś dwuletnia -2,1%. Jedynie dwóm funduszom udało się uzyskać dodatnią stopę zwrotu (wykres 4.7.13). Najwyższe średnie ważne roczne stopy zwrotu osiągnęły fundusze zarządzane przez PTE (-10,7%), najniższe zaś

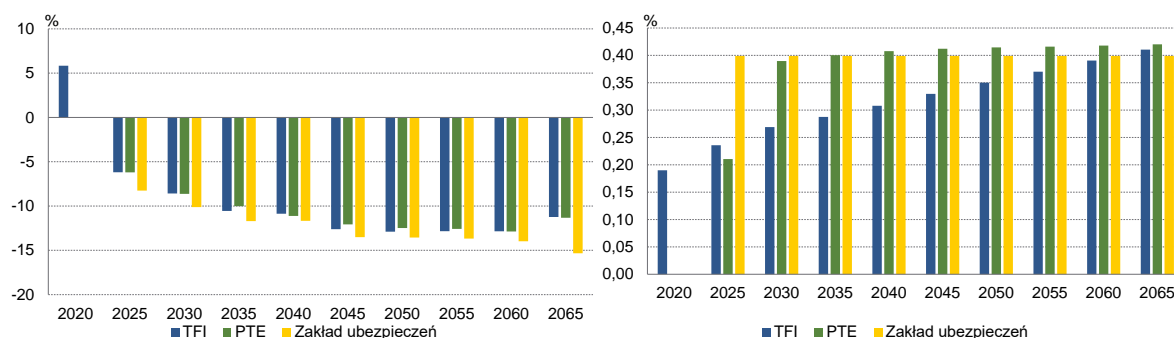
przez zakład ubezpieczeń (-11,8%). Najwięcej aktywów w ramach planów zgromadzono w funduszach inwestycyjnych – 10,3 mld zł, co stanowiło 86,2% środków w PPK. W dobrowolnych funduszach emerytalnych zebrano 1,5 mld zł, a w ubezpieczeniowym funduszu kapitałowym 0,1 mld zł. Wzrost wartości aktywów był spowodowany wysokim napływem środków. Najwyższą wartość aktywów przypadającą na jednego uczestnika zgromadzili oszczędzający w funduszu o zdefiniowanej dacie 2020, najmniejsze zaś w grupie o zdefiniowanej dacie 2060.

**Wykres 4.7.12.** Aktywa netto funduszy zdefiniowanej daty oraz wpłaty do PPK i liczba uczestników w latach 2019–2022



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

**Wykres 4.7.13.** Średnie ważone stopy zwrotu (lewy panel) i opłaty za zarządzanie funduszy (prawy panel) w zależności od ich zdefiniowanej daty i rodzaju podmiotu zarządzającego w 2022 r.



Uwaga: był tylko jeden subfundusz, którego zdefiniowana data to 2020 r. W każdej z pozostałych grup jest 18 podmiotów.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF i PFR.

W 2022 r. liczba instytucji zarządzających funduszami zdefiniowanej daty wyniosła 17<sup>233</sup>. Były to dwa PTE, jeden zakład ubezpieczeń oraz 14 TFI, o dwa mniej niż rok wcześniej. Zmiany wynikały z przejęcia Aviva TFI przez TFI Allianz oraz wycofania się BPS TFI z sektora PPK i przekazania

<sup>233</sup> TFI Allianz zarządzało dwoma funduszami zdefiniowanej daty.

zarządzania funduszami zdefiniowanej daty tego towarzystwa do PFR TFI. Łącznie funkcjonowało 163 FZD<sup>234</sup>, o osiem mniej niż rok wcześniej. Wśród nich 136 było zarządzanych przez TFI, 18 przez PTE, a dziewięć przez zakład ubezpieczeń, który przekazał zarządzanie towarzystwu funduszy inwestycyjnych, działającemu w ramach tej samej grupy kapitałowej.

---

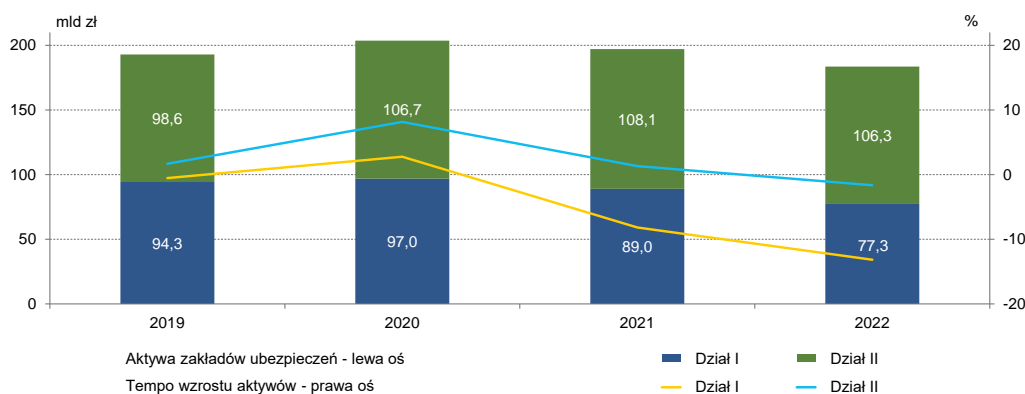
<sup>234</sup> Za funkcjonujące fundusze zdefiniowanej daty przyjęto jedynie te, których wartość aktywów netto na koniec roku była wyższa niż 0.

## 4.8. Zakłady ubezpieczeń

### 4.8.1. Wielkość sektora

Na koniec 2022 r. wartość aktywów sektora ubezpieczeń<sup>235</sup> wyniosła 183,6 mld zł, o 13,5 mld zł mniej niż na koniec 2021 r. Był to największy spadek od początku stosowania przepisów Wyłącalność II. Zmniejszenie wartości aktywów dotyczyło głównie (11,7 mld zł) zakładów ubezpieczeń na życie (dział I), a w znacznie mniejszym stopniu zakładów ubezpieczeń majątkowych (dział II). W konsekwencji tych zmian różnica między aktywami działu II i I wzrosła do 29 mld zł (wykres 4.8.1), mimo że przed 2019 r. to dział I dysponował wyższymi środkami. Spadek aktywów zakładów ubezpieczeń na życie dotyczył głównie ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, w których zgromadzono 34,4 mld zł, o 9,2 mld zł mniej niż na koniec 2021 r. Wynikało to zarówno z trwającego odpływu netto środków z funduszy, jak i spadku wyceny ich lokat. Głównym czynnikiem wpływającym na mniejszą wartość aktywów obu działów były podwyżki stóp procentowych, które obniżyły wartość instrumentów dłużnych.

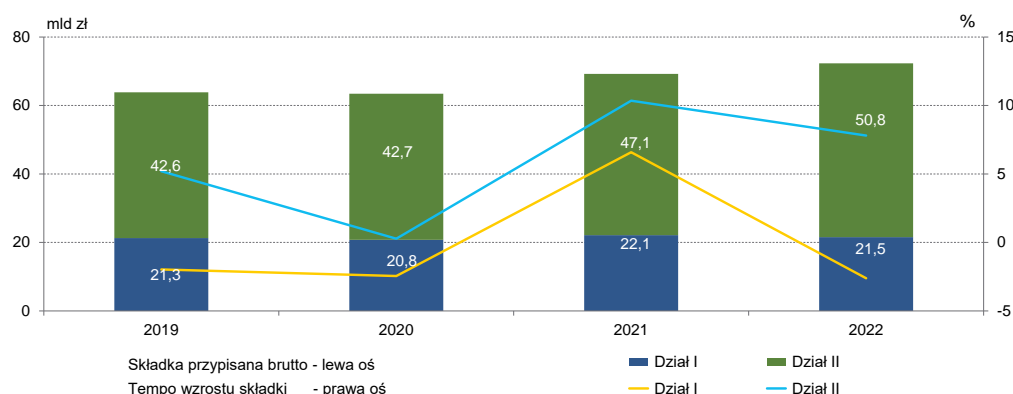
**Wykres 4.8.1.** Aktywa sektora ubezpieczeń i tempo ich zmian w latach 2019–2022



Źródło: UKNF.

W 2022 r. zakłady ubezpieczeń zebrały 72,3 mld zł składki (69,2 mld zł w 2021 r.). Większość środków (50,8 mld zł) wpłynęło do podmiotów działu II, o 3,7 mld zł więcej w porównaniu z rokiem poprzednim. Największy wzrost w tej kategorii przychodów w dziale II dotyczył ubezpieczeń od ognia i innych szkód rzeczowych (1,9 mld zł) oraz dobrowolnych ubezpieczeń pojazdów mechanicznych AC (1,4 mld zł). Z kolei przychody z tytułu składki działu I zmniejszyły się o 0,6 mld zł i wyniosły 21,5 mld zł (wykres 4.8.2). Największy spadek odnotowano w ubezpieczeniach z UFK (1,6 mld zł).

<sup>235</sup> Informacje dla zakładów ubezpieczeń bazują na danych raportowanych na potrzeby wyłącalności. Dane obejmujące wyniki techniczne i finansowe pochodzą ze sprawozdań statutowych.

**Wykres 4.8.2.** Składka przypisana brutto zakładów ubezpieczeń i tempo jej zmian w latach 2019–2022

Źródło: UKNF.

### Liczba zakładów ubezpieczeń i ich struktura własnościowa

Na koniec 2022 r. działalność ubezpieczeniową i reasekuracyjną w Polsce prowadziły 52 zakłady ubezpieczeń i jeden reasekuracji. Dodatkowo dwie instytucje (ubezpieczeń majątkowych) znajdowały się w likwidacji<sup>236</sup>. W dziale I funkcjonowały 24 podmioty, a w dziale II – 28 oraz jeden zakład reasekuracji. W 2022 r. liczba towarzystw zmniejszyła się po jednym podmiocie z każdego działu (tabela 4.8.1), co było wynikiem połączeń<sup>237</sup>. W sektorze ubezpieczeń działalność prowadzono głównie w formie spółki akcyjnej (44 zakłady, po 22 w każdym z działów). Z kolei jako towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych funkcjonowało tylko 9 podmiotów – dwa w dziale I i siedem w dziale II.

**Tabela 4.8.1.** Liczba zakładów ubezpieczeń i reasekuracji w Polsce w latach 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Zakłady ubezpieczeń i reasekuracji	58	59	55	53
Dział I – ubezpieczenia na życie	25	26	25	24
Dział II – ubezpieczenia majątkowe	33	33	30	29

Uwaga: zakład reasekuracji został zaliczony do podmiotów prowadzących działalność w dziale II, w tabeli nie uwzględniono zakładów w likwidacji.

Źródło: UKNF.

W strukturze własnościowej sektora ubezpieczeń przeważały podmioty o dominującym kapitale zagranicznym, głównie holdingowe spółki ubezpieczeniowe. Udział zakładów z kapitałem zagranicznym w składce przypisanej brutto w 2022 r. nie zmienił się istotnie i wyniósł 57,4%. Wzrósł natomiast, z 34,9% do 35,4%, udział grupy PZU, kosztem pozostałych podmiotów krajowych (wykres 4.8.3). Te ostatnie jako jedyne zebrały mniej składki w porównaniu z 2021 r. Na koniec 2022 r. działalność ubezpieczeniową w Polsce na zasadzie swobody świadczenia usług

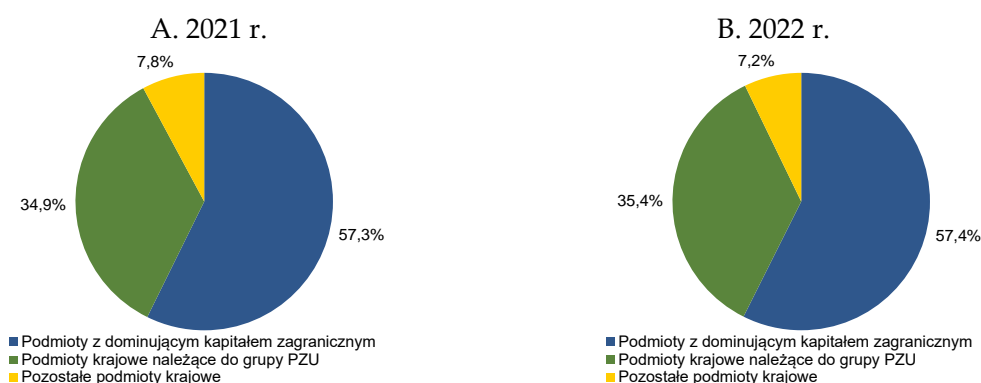
<sup>236</sup> Zakłady te nie zawierały nowych, ani nie przedłużały istniejących umów. Nie zostały uwzględnione w statystykach i analizach niniejszego rozdziału.

<sup>237</sup> Grupa Allianz nabyła 100% akcji spółek AVIVA. Połączenia zakładów nastąpiły w lipcu 2022 r.



wykonywało 595 podmiotów z Unii Europejskiej i innych państw należących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego, natomiast w formie oddziału funkcjonowały cztery zakłady ubezpieczeń na życie, 21 zakładów ubezpieczeń majątkowych oraz jeden zakład reasekuracji. W 2022 r. do KNF wpłynęło 20 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 oddziału<sup>238</sup>. Działalność krajowych podmiotów poza granicami była znikoma, pochodziło z niej około 1% składki przypisanej brutto. W 2022 r. prowadziły ją tylko trzy zakłady działu I oraz dziewięć działu II.

**Wykres 4.8.3.** Struktura składki według pochodzenia kapitału podstawowego zakładów ubezpieczeń w 2021 i 2022 r.



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

### Koncentracja w sektorze

W 2022 r. zwiększyła się koncentracja w sektorze ubezpieczeń. Przede wszystkim wzrosły wskaźniki mierzące udział największych podmiotów w dziale I. Prawie 60% składki zebranej w 2022 r. trafiło do trzech, a ponad 70% do pięciu najbardziej aktywnych towarzystw. Tym samym poziom koncentracji zakładów ubezpieczeń na życie zbliżył się do tego w dziale ubezpieczeń majątkowych (tabela 4.8.2). Wynikało to z połączenia dwóch zakładów działu I, w tym zajmującego w poprzednich latach drugie miejsce pod względem zebranej składki. Ponadto pozostałe cztery z pięciu największych zakładów również zwiększyły swój udział w rynku (wykres 4.8.4.A). W dziale II zmiany udziałów największych podmiotów nie przekraczały 1 pkt proc. (wykres 4.8.4.B).

<sup>238</sup> Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2022 roku:

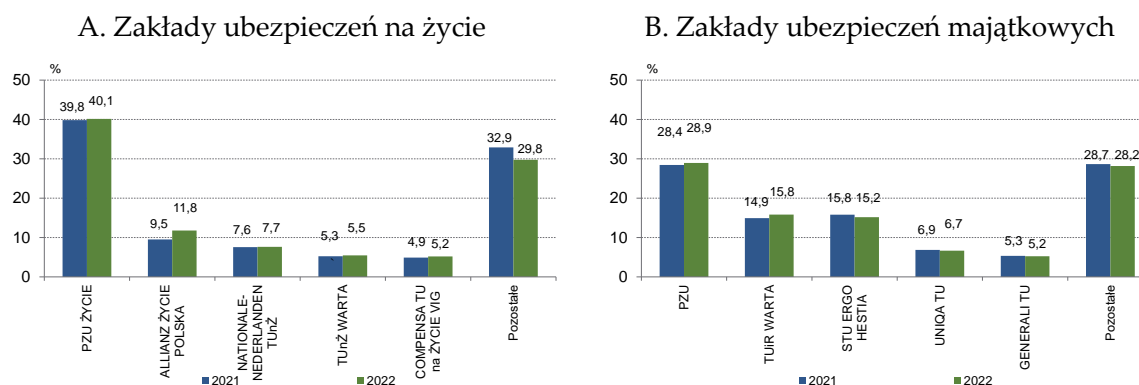
[https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie\\_z\\_dzialalnosci\\_UKNF\\_oraz\\_KNF\\_w\\_2022\\_roku\\_82836.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie_z_dzialalnosci_UKNF_oraz_KNF_w_2022_roku_82836.pdf)

**Tabela 4.8.2.** Współczynniki koncentracji sektora ubezpieczeń w latach 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
<b>Dział I – ubezpieczenia na życie</b>				
CR3 (w %)	56,7	59,7	56,9	59,6
CR5 (w %)	66,4	69,1	67,1	70,2
HHI	0,1906	0,2058	0,1873	0,1944
<b>Dział II – ubezpieczenia majątkowe</b>				
CR3 (w %)	59,8	59,3	59,2	59,9
CR5 (w %)	69,1	68,5	71,3	71,8
HHI	0,1479	0,1427	0,1424	0,1462

Uwaga: w tabeli przedstawiono udział w składce przypisanej brutto trzech i pięciu największych podmiotów oraz współczynnik HHI.

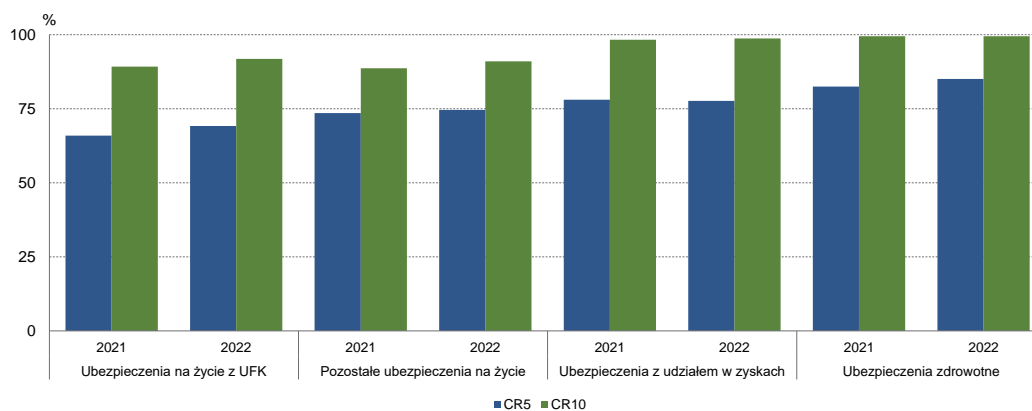
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

**Wykres 4.8.4.** Udział wybranych zakładów ubezpieczeń w składce przypisanej brutto w latach 2021–2022

Uwaga: składka Allianz Życie Polska za 2021 r. jest składką zebraną przez AVIVA TUNŻ (spółka przejmująca w połączeniu zakładów). Natomiast wartość składki za 2022 r. uwzględnia również składki zebrane przez oba zakłady przed połączeniem.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

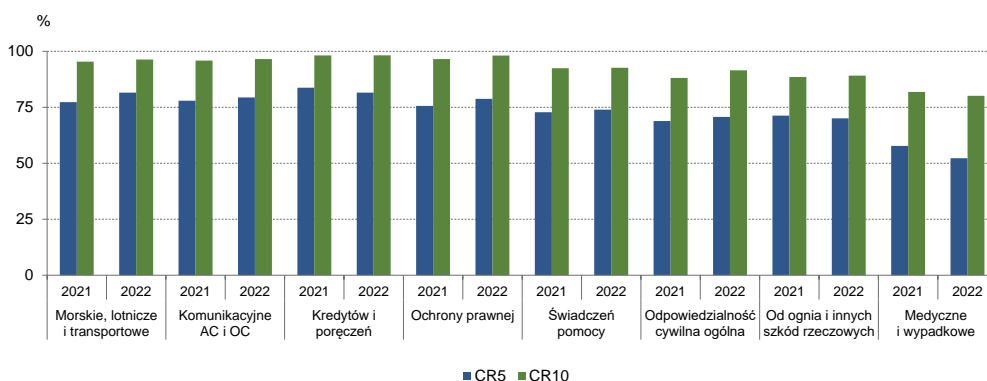
Ubezpieczenia zdrowotne w 2022 r. pozostawały najbardziej skoncentrowaną linią biznesową działu I. Udział pięciu podmiotów wyniósł 85%, o prawie 3 pkt proc. więcej niż w 2021 r. Natomiast składka zebrana przez 10 podmiotów stanowiła ponad 99% tej kategorii przychodów działu I, podobnie jak w poprzednim roku. Wysoka koncentracja utrzymywała się także w ubezpieczeniach z udziałem w zyskach, a nieco mniejsza w pozostałych ubezpieczeniach na życie. Najbardziej rozproszoną linią biznesową były ubezpieczenia z UFK, jednak jej współczynniki CR5 i CR10 także wzrosły, o odpowiednio 3 i 2,6 pkt proc. (wykres 4.8.5).

**Wykres 4.8.5.** Koncentracja zakładów ubezpieczeń na życie w wybranych liniach biznesowych w latach 2021–2022

Uwaga: wykres przedstawia udział pięciu i dziesięciu największych zakładów ubezpieczeń działu I w składce przypisanej brutto wybranych linii biznesowych.

Źródło: UKNF.

Najbardziej skoncentrowaną linią biznesową w dziale II pozostawały ubezpieczenia kredytów i poręczeń. Umowy te były zawierane przez większość zakładów ubezpieczeń majątkowych, jednak ponad 1/3 składki należała do jednego zakładu, dla którego była to jedyna działalność. W porównaniu z 2021 r. udział pięciu najbardziej aktywnych podmiotów w tej linii biznesowej spadł z 84% do 82%. Wskaźniki koncentracji wzrosły natomiast w ubezpieczeniach komunikacyjnych AC i OC. Udział pięciu podmiotów zwiększył się o 1,5 pkt proc., do 79,4%. Najbardziej zdywersyfikowaną linią biznesową pozostawały ubezpieczenia medyczne i wypadkowe, które dodatkowo w 2022 r. odnotowały spadek koncentracji. Udział największych podmiotów zmniejszył się o 5,5 pkt proc. i 1,7 pkt proc., odpowiednio dla pięciu i dziesięciu zakładów (wykres 4.8.6).

**Wykres 4.8.6.** Koncentracja zakładów ubezpieczeń majątkowych w wybranych liniach biznesowych w latach 2021–2022

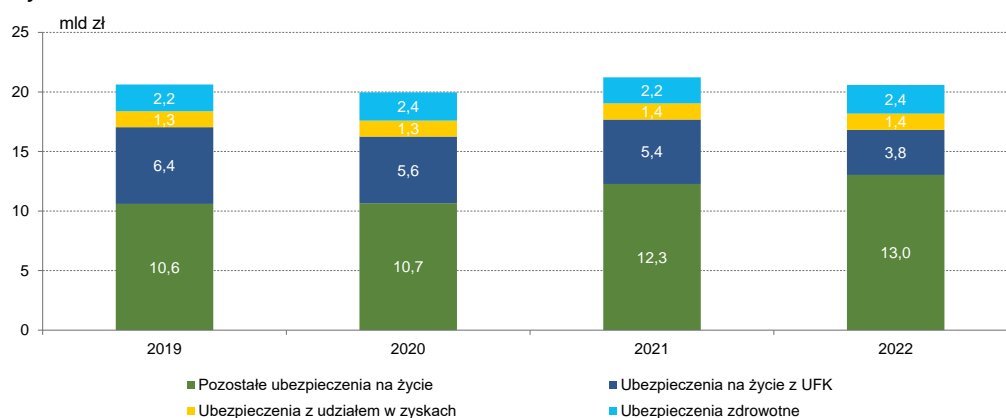
Uwaga: wykres przedstawia udział pięciu i dziesięciu największych zakładów ubezpieczeń działu II w składce przypisanej brutto wybranych linii biznesowych.

Źródło: UKNF.

### Struktura składki, produkty i kanały dystrybucji

W 2022 r. obserwowano dalszy spadek składek z ubezpieczeń z UFK. Zakłady działu I zebrały w tej grupie 3,8 mld zł nowych środków, o 1,6 mld zł mniej niż w 2021 r. Tak wysoki spadek spowodowany był obowiązującymi od 1 stycznia 2022 r. ograniczeniami w zakresie dystrybucji produktów ubezpieczeniowo-inwestycyjnych<sup>239</sup>. Najwięcej składki w dziale I zebrano w ramach pozostałych ubezpieczeń na życie (13 mld zł), o prawie 0,8 mld zł więcej niż w 2021 r. Wzrost ten wynikał z wyższych cen polis, podczas gdy liczba ubezpieczonych pozostała na poziomie zbliżonym do poprzedniego roku. Składka z ubezpieczeń z udziałem w zyskach oraz zdrowotnych utrzymywała się, podobnie jak w poprzednich latach, na relatywnie niższych poziomach (wykres 4.8.7).

**Wykres 4.8.7.** Składka przypisana brutto w dziale ubezpieczeń na życie według linii biznesowych w latach 2019–2022

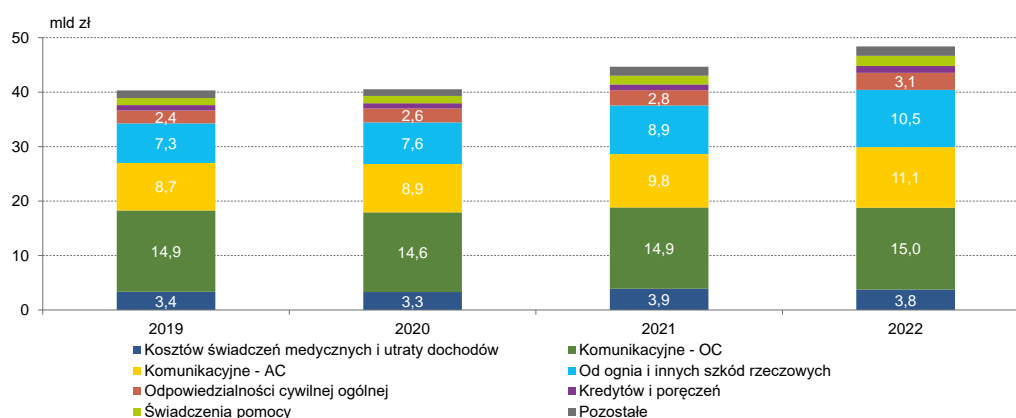


Uwaga: na wykresie przedstawiono składkę z ubezpieczeń bezpośrednich.

Źródło: UKNF.

W 2022 r. ponad połowę składki działu II zebrano w ubezpieczeniach komunikacyjnych OC oraz AC. W porównaniu z 2021 r. składka z dobrowolnych ubezpieczeń AC wzrosła o 1,3 mld zł, do 11,1 mld zł, co było związane z wyższymi cenami samochodów, części zamiennych oraz rosnącymi kosztami napraw. Z kolei składka w obowiązkowych ubezpieczeniach OC posiadaczy pojazdów mechanicznych utrzymała się na zbliżonym poziomie. Największy wzrost (z 8,9 mld zł do 10,5 mld zł) odnotowano natomiast w zakresie ubezpieczeń od ognia i innych szkód rzeczowych (wykres 4.8.8).

<sup>239</sup> Komunikat KNF dotyczący zakazów wprowadzania do obrotu, dystrybucji i sprzedaży ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych – umów ubezpieczenia na życie, jeżeli są związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (interwencja produktowa), 15 lipca 2021 r., KNF. Komunikat dostępny na stronie: [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat\\_KNF\\_dot\\_interwencji\\_produktywnej\\_UFK.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_dot_interwencji_produktywnej_UFK.pdf).

**Wykres 4.8.8.** Składka przypisana brutto w dziale ubezpieczeń majątkowych według linii biznesowych w latach 2019–2022

Uwaga: na wykresie przedstawiono składkę z ubezpieczeń bezpośrednich.

Źródło: UKNF.

Na koniec 2022 r. dystrybucją ubezpieczeń zajmowało się 29 092 agentów ubezpieczeniowych, 263 015 osób wykonujących czynności agencyjne, 1 433 brokerów ubezpieczeniowych oraz 58 brokerów reasekuracyjnych. Najwięcej ubezpieczeń w 2022 r. sprzedawali, podobnie jak w poprzednich latach, agenci ubezpieczeniowi – ich udział wyniósł 64,5% (65,4% w 2021 r.). W szczególności agenci aktywni byli w indywidualnych ubezpieczeniach na życie (77,7%), mimo że ten udział spadł w 2022 r. kosztem sprzedaży bezpośredniej. Odwrotne tendencje widoczne były w ubezpieczeniach grupowych, których kanały sprzedaży były najbardziej zdywersyfikowane. Ubezpieczenia majątkowe sprzedawane były głównie przez agentów, mimo niewielkiego spadku udziału na korzyść brokerów ubezpieczeniowych. We wszystkich typach ubezpieczeń malała rola banków jako pośredników ubezpieczeniowych (tabela 4.8.3).

**Tabela 4.8.3.** Udział kanałów dystrybucji według pozyskanej składki w 2021 r. i 2022 r. (w %)

Kanały dystrybucji	Ubezpieczenia indywidualne na życie		Ubezpieczenia grupowe na życie		Ubezpieczenia majątkowe	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Sprzedaż bezpośrednia	20,0	22,0	36,8	29,4	12,2	12,0
Agenci ubezpieczeniowi	79,7	77,7	30,4	38,1	67,9	65,8
- w tym banki	28,8	25,3	3,0	2,4	4,5	3,2
Brokerzy	0,3	0,3	32,7	32,4	18,5	20,7
Inne kanały dystrybucji	0,0	0,0	0,1	0,1	1,5	1,4

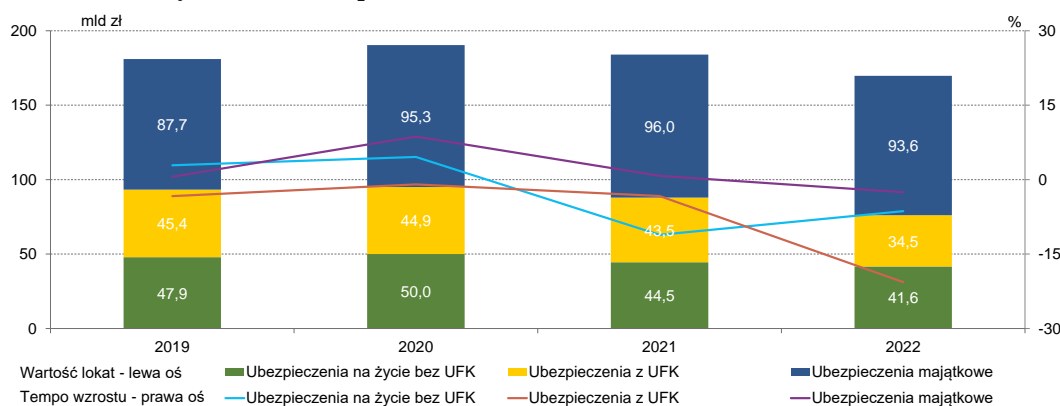
Źródło: UKNF.

#### 4.8.2. Lokaty zakładów ubezpieczeń

Wartość lokat zakładów ubezpieczeń obniżyła się, ze 184 mld zł na koniec 2021 r. do 169,7 mld zł na koniec 2022 r. Spadek ten wynikał z niższych inwestycji podmiotów działu I (o 11,8 mld zł), z czego ponad ¼ dotyczyło UFK (wykres 4.8.9). Na mniejszą wartość aktywów ubezpieczeniowych

funduszy kapitałowych wpływ miał odpływ netto środków z tych ubezpieczeń (wyплаты przewyższyły składkę o prawie 4,7 mld zł), jak również spadek wyceny tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, w które lokowano środki klientów. Niższa wartość pozostałych lokat wynikała z zaburzeń na rynkach finansowych spowodowanych wybuchem wojny w Ukrainie oraz podwyżkami stóp procentowych. Najważniejszym składnikiem lokat sektora ubezpieczeń były bowiem instrumenty dłużne, których wycena w 2022 r. obniżyła się o 8 mld zł.

**Wykres 4.8.9.** Lokaty sektora ubezpieczeń w latach 2019–2022



Źródło: UKNF.

Na koniec 2022 r. wartość lokat zakładów ubezpieczeń na życie (bez UFK) wyniosła 41,6 mld zł, o 2,8 mld zł mniej niż na koniec 2021 r. Podobnie jak w poprzednich latach, większość inwestycji stanowiły skarbowe papiery wartościowe<sup>240</sup>. Ich wartość wyniosła 26,3 mld zł, o 4,1 mld zł mniej niż rok wcześniej, przy czym udział tych papierów w lokatach zmniejszył się o 5 pkt proc. w porównaniu z końcem 2021 r. Spadek wartości wynikał z ujemnej wyceny tych instrumentów. W ujęciu netto zakłady działu I były bowiem nabywcą tych papierów, zwłaszcza obligacji PFR emitowanych w ramach Tarcz Finansowych oraz obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, kosztem długu skarbowego emitowanego bezpośrednio. Drugą największą pozycję w portfelu stanowiły tytuły uczestnictwa (wykres 4.8.10). Ich wartość w analizowanym okresie również spadła, z 6,2 mld zł do 4,9 mld zł. Zwiększyła się natomiast wartość depozytów bankowych i środków pieniężnych, z 1,4 mld zł do 2,2 mld zł, jak również transakcji warunkowych (o 1,6 mld zł).

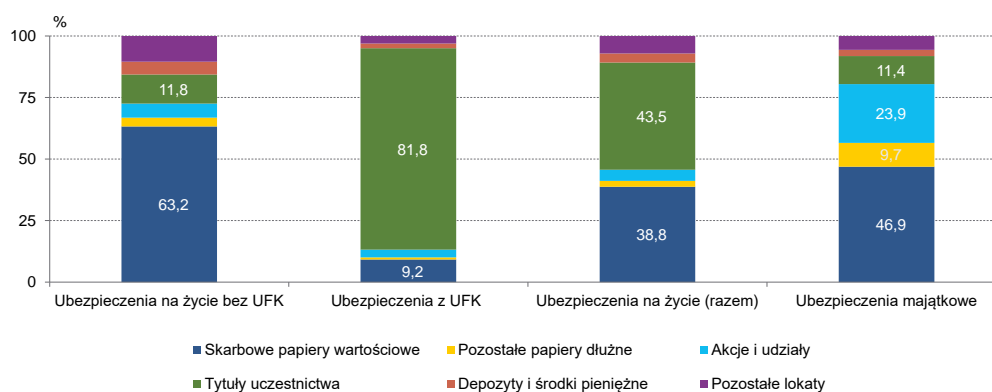
Wartość lokat ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych zmniejszyła się o 9 mld zł, do 34,5 mld zł na koniec grudnia 2022 r. Wciąż największy udział w portfelu miały tytuły uczestnictwa (ponad 80%). Ich wartość jednak spadła, z 35,5 mld zł do 28,2 mld zł. Prawie 90% tej kategorii stanowiły tytuły uczestnictwa krajowych funduszy, wśród których połowa była zbyta przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, a 40% przez fundusze inwestycyjne otwarte.

<sup>240</sup> W pozycji skarbowe papiery wartościowe uwzględniono papiery emitowane lub gwarantowane przez rządy centralne, banki centralne oraz instytucje na szczeblu ponadnarodowym.

Wartość certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych posiadanych w ramach UFK wyniosła 1,8 mld zł. Ponadto, podobnie jak w poprzednich latach, tytuły uczestnictwa funduszy dłużnych przeważały nad akcyjnymi. Znaczne umorzenia jednostek UFK spowodowały konieczność redukcji depozytów bankowych, z 1,9 mld zł do 0,7 mld zł. Z kolei wartość skarbowych papierów wartościowych wyniosła 3,2 mld zł, podobnie jak na koniec poprzedniego roku.

Wartość lokat zakładów działu II obniżyła się po raz pierwszy od czasu stosowania przepisów Wypłacalność II i na koniec 2022 r. wyniosła 93,6 mld zł, o 2,4 mniej niż rok wcześniej. Nie zmieniła się jednak ich struktura. Prawie połowa portfela inwestycyjnego składała się ze skarbowych papierów wartościowych, a akcje i udziały stanowiły około 25%. W 2022 r. zakłady ubezpieczeń majątkowych były nabywcą akcji w ujęciu netto, co pozwoliło zmniejszyć spadek tej kategorii lokat. Z kolei wartość tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w analizowanym okresie zmniejszyła się jedynie o 0,3 mld zł, do 10,7 mld zł. Były to głównie certyfikaty inwestycyjne funduszy zamkniętych, które inwestowały w wierzytelności, obligacje korporacyjne oraz nieruchomości, a więc lokaty w mniejszym stopniu wrażliwe na wzrost stóp procentowych, czy zmiany indeksów giełdowych. Zwiększyła się natomiast wartość depozytów bankowych (z 1,5 mld zł do 2,3 mld zł) oraz transakcji warunkowych (z 0,5 mld zł do 1,4 mld zł). Zmiany te mogły świadczyć o większej powściągliwości zakładów przy podejmowaniu nowych inwestycji w niepewnym środowisku rynkowym.

**Wykres 4.8.10.** Struktura lokat zakładów ubezpieczeń na koniec 2022 r.



Uwaga: w pozycji skarbowe papiery wartościowe uwzględniono papiery emitowane lub gwarantowane przez rządy centralne, banki centralne oraz instytucje na szczeblu ponadnarodowym.

Źródło: UKNF.

Skala powiązań zakładów ubezpieczeń z instytucjami finansowymi pozostawała wysoka. Ekspozycja towarzystw ubezpieczeń w związku z nabytymi tytułami uczestnictwa funduszy inwestycyjnych wyniosła na koniec 2022 r. 43,8 mld zł (w tym 38,5 mld zł na podmioty krajowe). Ponadto zakłady posiadały ekspozycję na instytucje finansowe, inne niż fundusze inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń i banki, w wysokości 7,4 mld zł.



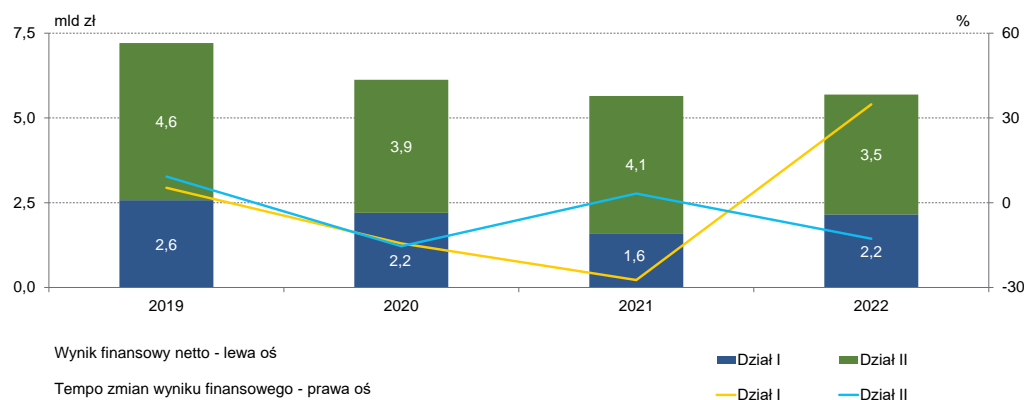
Towarzystwa były również istotnie zaangażowane w instrumenty emitowane przez podmioty sektora ubezpieczeń lub udzielone przez zakłady pożyczki. W 2022 r. wartość inwestycji wzrosła o 1 mld zł, do 15,8 mld zł na koniec roku. Były to głównie (w ponad 90%) akcje innych zakładów ubezpieczeń, w tym w większości podmiotów działu I posiadane przez zakłady ubezpieczeń majątkowych. Niewielką część prezentowały udzielone pożyczki i instrumenty dłużne. Większość posiadanych aktywów stanowiły ekspozycje na krajowe podmioty.

Ekspozycja zakładów ubezpieczeń na sektor bankowy zmniejszyła się o 2,7 mld zł i na koniec roku wyniosła 16,5 mld zł (12,9 mld zł na podmioty krajowe). Spadek zaangażowania wynikał z niższej (o 2,85 mld zł) rynkowej wyceny akcji krajowych banków. Mimo to, akcje były największą kategorią aktywów bankowych (6,2 mld zł). Wartość zdeponowanych w instytucjach kredytowych środków pieniężnych wzrosła w 2022 r. z 4,7 mld zł do 5 mld zł, natomiast o 0,1 mld zł obniżyła się wartość instrumentów dłużnych wyemitowanych przez te instytucje, do 4 mld zł na koniec 2022 r. Prawie 70% ekspozycji na sektor bankowy było generowane przez podmioty działu II.

Zakłady ubezpieczeń nie finansowały sfery realnej na dużą skalę. Na koniec 2022 r. wyemitowane przez podmioty sektora niefinansowego instrumenty dłużne oraz udzielone tym podmiotom pożyczki stanowiły tylko 3% lokat zakładów ubezpieczeń. W porównaniu z końcem 2021 r. wartość udzielonego finansowania spadła, z 6,3 mld zł do 5,5 mld zł. Ponad połowę tej wartości stanowił dług podmiotów zagranicznych. Inwestycje w nieruchomości również nie cieszyły się dużym zainteresowaniem – większość stanowiły bowiem nieruchomości na użytek własny.

#### **4.8.3. Wyniki finansowe sektora**

W 2022 r. wynik finansowy sektora ubezpieczeń wyniósł 5,7 mld zł, podobnie jak w 2021 r. Zakłady działu I zanotowały wzrost zysku do 2,2 mld zł. W tym czasie wynik działu II obniżył się do 3,5 mld zł (wykres 4.8.11). W porównaniu z 2021 r. zysk techniczny ubezpieczeń na życie wzrósł o 0,7 mld zł, do 2,8 mld zł, podczas gdy w ubezpieczeniach majątkowych nastąpił jego spadek o 0,2 mld zł, do 2,8 mld zł. Wyniki były wypracowywane głównie przez największe podmioty obu działów. W ubezpieczeniach na życie dwa najbardziej zyskowne zakłady odpowiadały za ponad 70% zysku całego działu, natomiast w dziale II za 65%. Wśród towarzystw nie odnotowano wysokich strat finansowych. Jedynie trzy zakłady ubezpieczeń na życie i pięć zakładów ubezpieczeń majątkowych poniosło stratę, których łączna wartość wyniosła niecałe 40 mln zł.

**Wykres 4.8.11.** Wyniki finansowe sektora ubezpieczeń w latach 2019–2022

Uwaga: dane ze statutowych sprawozdań finansowych.

Źródło: UKNF.

Poprawa wyniku technicznego w dziale I wynikała z zysku wygenerowanego przez ubezpieczenia na życie i dożycie (0,3 mld zł). W 2021 r. grupa ta zanotowała stratę w wysokości 0,6 mld zł. Po okresie zwiększonej śmiertelności (w latach 2020–2021) zakłady ubezpieczeń na życie zwiększyły bowiem ceny tych ubezpieczeń, co wpłynęło na wzrost składki o 0,7 mld zł. Podobnie jak w latach poprzednich, ubezpieczenia zdrowotne były grupą przynoszącą największe zyski dla zakładów, prawie 2 mld zł (około 70% zysku technicznego działu I). Ubezpieczenia te charakteryzowały się wysoką marżą, stanowiącą ponad 25% zebranej składki. Mimo istotnego odpływu netto środków, wynik ubezpieczeń z UFK spadł tylko o 0,1 mld zł i wyniósł w 2022 r. 0,5 mld zł.

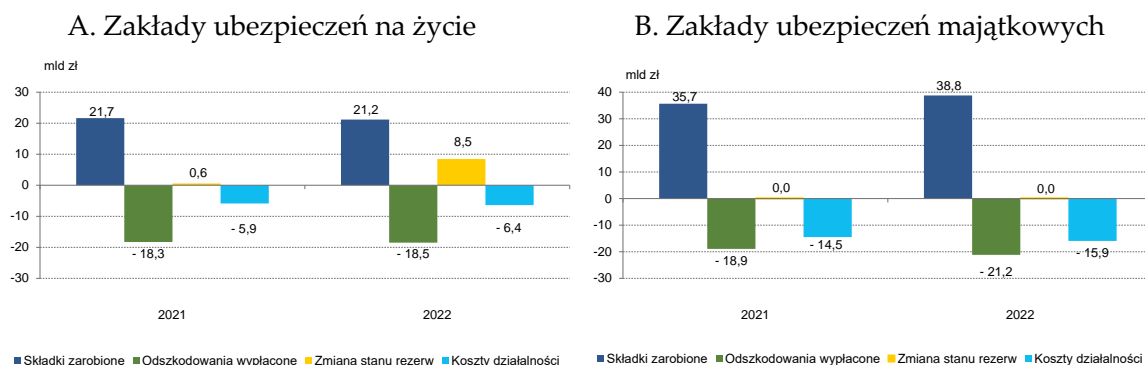
Największy wpływ na wynik techniczny działu II miały ubezpieczenia komunikacyjne AC, które wypracowały w 2022 r. 0,9 mld zł zysku (o 0,3 mld zł więcej niż w 2021 r.). Poprawa rentowności nastąpiła dzięki wzrostowi składki, który był trzykrotnie większy niż przyrost wypłaconych odszkodowań. W ubezpieczeniach komunikacyjnych OC odnotowano spadek wyniku, z 0,7 mld zł do 0,3 mld zł, na co wpłynęły wyższe (o 0,8 mld zł) odszkodowania, których nie zrekompensował w pełni wzrost składki. Większe wypłaty spowodowane były m.in. obowiązującymi od 1 listopada 2022 r. rekomendacjami dotyczącymi likwidacji szkód komunikacyjnych<sup>241</sup>. Bardzo dochodową grupą ubezpieczeń majątkowych pozostawały ubezpieczenia wypadkowe, w których zysk techniczny wyniósł 0,5 mld zł, przy składce na poziomie 1,5 mld zł.

W 2022 r. w porównaniu z rokiem poprzednim składka zarobiona netto w dziale I zmniejszyła się o 0,5 mld zł, natomiast świadczenia wzrosły o 0,2 mld zł (wykres 4.8.12.A). Wzrost wyniku był możliwy dzięki istotnej zmianie stanu rezerw, która prawie w całości dotyczyła ubezpieczeń z UFK. W dziale II przyrost składki zarobionej nie zdołał zrównoważyć wyższych świadczeń oraz kosztów działalności (wykres 4.8.12.B), jednak wciąż różnica między wpływami a wydatkami była dodatnia. Brak stosowania przez zakłady ubezpieczeń wyceny według wartości godziwej dla

<sup>241</sup> Rekomendacje dotyczące likwidacji szkód z ubezpieczeń komunikacyjnych (Dz. Urz. KNF z 2022 r., poz. 14).

wszystkich aktywów przy ustalaniu wyniku finansowego sprawił, że podmioty sektora ubezpieczeń nie poniosły konsekwencji zawirowań na rynkach finansowych.

**Wykres 4.8.12.** Wybrane przychody i koszty netto zakładów ubezpieczeń w latach 2021–2022



Uwaga: dane według metodyki Wypłacalność II.

Źródło: UKNF.

W 2022 r. zakłady ubezpieczeń zapłaciły 1,3 mld zł podatku dochodowego (0,5 mld zł w dziale I i 0,9 mld zł w dziale II), o 0,2 mld zł więcej niż w 2021 r. Natomiast podatek od niektórych instytucji finansowych<sup>242</sup> był naliczany od aktywów przekraczających 2 mld zł. Podstawę opodatkowania ustalano w oparciu o aktywa<sup>243</sup> wszystkich zakładów ubezpieczeń wchodzących w skład grupy kapitałowej, której jednostką dominującą był podmiot krajowy. W 2022 r. podatkiem objęta była prawie połowa zakładów ubezpieczeń, a szacunkowa wartość należnej daniny wyniosła około 0,6 mld zł.

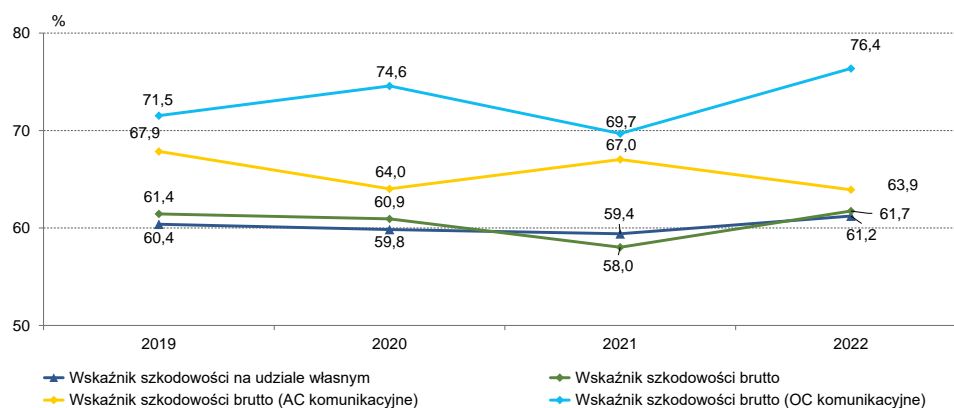
#### 4.8.4. Wybrane wskaźniki techniczne sektora i reasekuracja

Współczynniki szkodowości<sup>244</sup> działu ubezpieczeń majątkowych pogorszyły się w 2022 r., przekraczając 60%. Istotnie zwiększył się wskaźnik w ujęciu brutto, co było związane ze wzrostem odszkodowań w ubezpieczeniach różnych strat finansowych, zaabsorbowanych jednak przez zakłady reasekuracji. Po raz kolejny współczynniki w dwóch głównych liniach biznesowych: ubezpieczeniach komunikacyjnych OC i AC zmieniały się w przeciwnych kierunkach. W OC nastąpił wzrost szkodowości (około 7 pkt proc.), a w AC spadek. Tym samym wskaźnik ten w ubezpieczeniach OC był o 15 pkt proc. wyższy od współczynnika dla całego rynku (wykres 4.8.13).

<sup>242</sup> Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz.U. z 2019 r., poz. 1836).

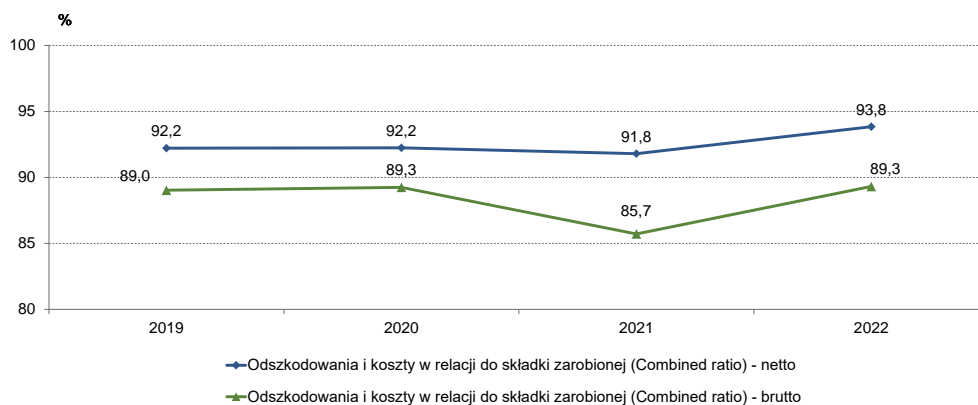
<sup>243</sup> Podatek naliczany był również od aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, jednak z wyłączeniem aktywów zgromadzonych w ramach umów o prowadzenie PPK.

<sup>244</sup> 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.

**Wykres 4.8.13.** Wybrane wskaźniki szkodowości zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2019–2022

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W 2022 r. pogorszyła się efektywność funkcjonowania zakładów ubezpieczeń majątkowych mierzona wskaźnikiem COR<sup>245</sup>. Wynikało to z większej wypłaty świadczeń. Wzrost kosztów był z kolei proporcjonalny do wzrostu składki. Wskaźniki COR znajdowały się na najwyższych poziomach od 2016 r. Współczynnik ten w ujęciu netto był wyższy niż w ujęciu brutto, jednak w porównaniu z 2021 r. ta różnica spadła (wykres 4.8.14).

**Wykres 4.8.14.** Udział kosztów w składce zarobionej zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2019–2022

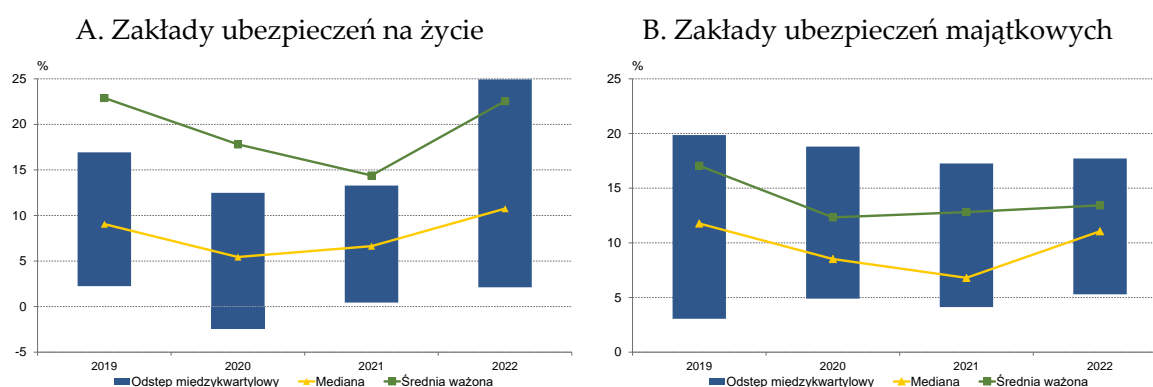
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Rentowność kapitału własnego w dziale I wzrosła w 2022 r. o ponad 8 pkt proc., do 22,6% (wykres 4.8.15.A). Poprawa efektywności nastąpiła ze względu na relatywnie wyższy zysk niż w roku poprzednim. Wskaźnik ROE działu II wyniósł 13,4% (wykres 4.8.15.B), o 0,6 pkt proc. więcej niż w 2021 r. Wzrost rentowności w tym przypadku, mimo spadku wyniku finansowego, był

<sup>245</sup> COR – relacja sumy wypłaconych odszkodowań i świadczeń oraz kosztów działalności ubezpieczeniowej do składki zarobionej. Wskaźnik ten ustalany jest tylko dla działu ubezpieczeń majątkowych. W ubezpieczeniach na życie nie ma on interpretacji ekonomicznej.

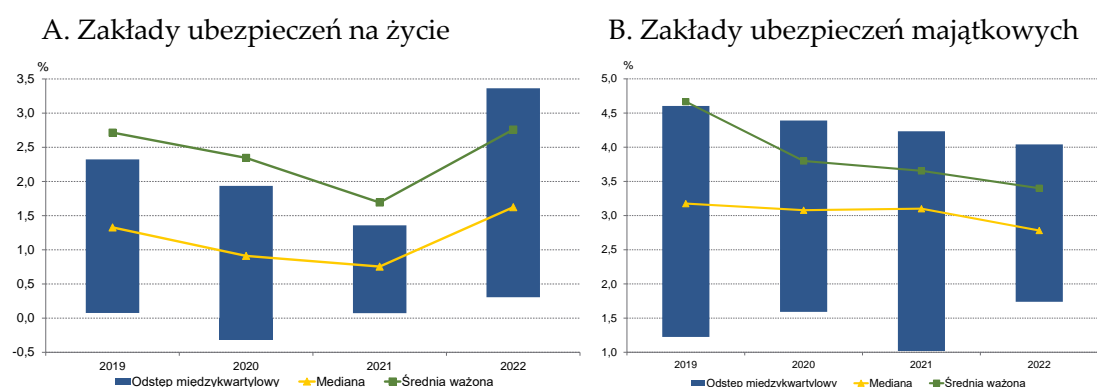
konsekwencją mniejszej (o 5 mld zł) średniej wartości kapitału w 2022 r. W obu działach średnia ważona ROE była wyższa od mediana, ze względu na wysokie wskaźniki największych podmiotów. Rentowność całego sektora ubezpieczeń wzrosła w 2022 r. do 15,9%, z 13,2% w 2021 r. i była wyższa niż banków oraz podmiotów niefinansowych.

**Wykres 4.8.15.** Rentowność kapitału własnego zakładów ubezpieczeń w latach 2019–2022



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 4.8.16.** Rentowność aktywów zakładów ubezpieczeń w latach 2019–2022



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.

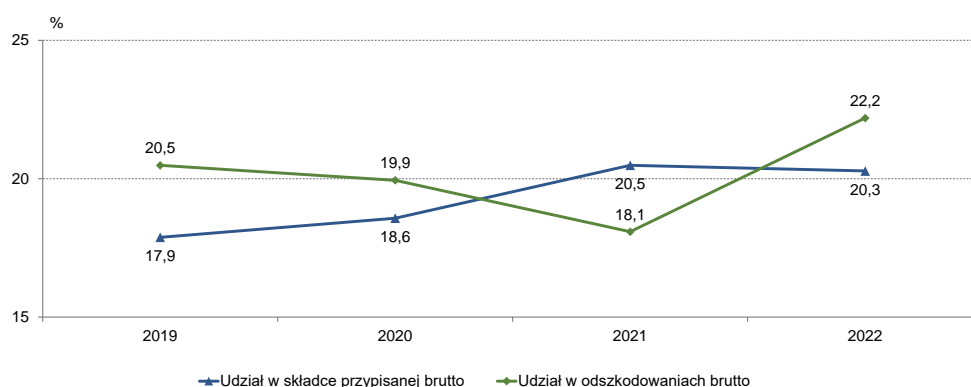
Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) zakładów ubezpieczeń na życie zwiększył się do 2,8%, najwyższej wartości od 2019 r. (wykres 4.8.16.A). Wpłynęła na to mniejsza wartość aktywów (głównie UFK) niż w poprzednim roku (średnio o ponad 16 mld zł). Z kolei wskaźnik ROA działu II spadł do 3,4% (3,7% w 2021 r.). W porównaniu z poprzednim rokiem nastąpiła poprawa rentowności podmiotów o najniższej efektywności (wykres 4.8.16.B).

W celu przeniesienia ryzyka aktuarialnego na inny podmiot zakłady ubezpieczeń stosowały programy reasekuracyjne. Ta metoda transferu ryzyka była wykorzystywana głównie przez instytucje działu II, które w 2022 r. przekazały reasekuratorom 20,3% składki, a ich udział w

odszkodowaniach wyniósł 22,2%. W dziale I udział w składce wyniósł 2,5% oraz 1,5% w wypłaconych świadczeniach. Różnice w wykorzystaniu cesji ryzyka na inny podmiot przez oba działy spowodowane były rodzajem prowadzonej działalności. W ubezpieczeniach na życie sumy ubezpieczeń znajdowały się na relatywnie niskim poziomie, w porównaniu z wysokimi sumami gwarancyjnymi umów ubezpieczeń majątkowych. Ponadto reasekuracja pozwalała zmniejszyć poziom obciążeń kapitałowych działu II, w szczególności w zakresie ryzyka katastroficznego, gdzie wymóg kapitałowy był niższy o ponad 34 mld zł w porównaniu z sytuacją, gdyby nie stosowano ochrony reasekuracyjnej.

W 2022 r. zakłady ubezpieczeń majątkowych otrzymały od reasekuratorów 6 mld zł (o 2 mld zł więcej niż w 2021 r.) z tytułu wypłacanych odszkodowań. Wzrost ten był głównie spowodowany wyższymi wypłatami z tytułu ubezpieczeń różnych start finansowych. Z kolei przekazana reasekuratorom składka wzrosła, z 9,6 mld zł do 10,3 mld zł, proporcjonalnie do zebranych przychodów. Tym samym udział reasekuratorów w składce był niższy niż w wypłaconych odszkodowaniach, odwrotnie niż w 2021 r. (wykres 4.8.17). Wydatki przeznaczane na ochronę reasekuracyjną w 2022 r. były jednak wyższe niż przychody z tego tytułu. Saldo rozliczeń z reasekuratorami wyniosło -1 mld zł i poprawiło się w porównaniu z 2021 r. o 1,3 mld zł. Polskie zakłady ubezpieczeń majątkowych cedowały ryzyko aktuarialne na mniejszą skalę niż w krajach EOG, gdzie 25% składki było przekazywane reasekuratorom.

**Wykres 4.8.17.** Udział reasekuratorów w składce przypisanej brutto i odszkodowaniach brutto zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2019–2022



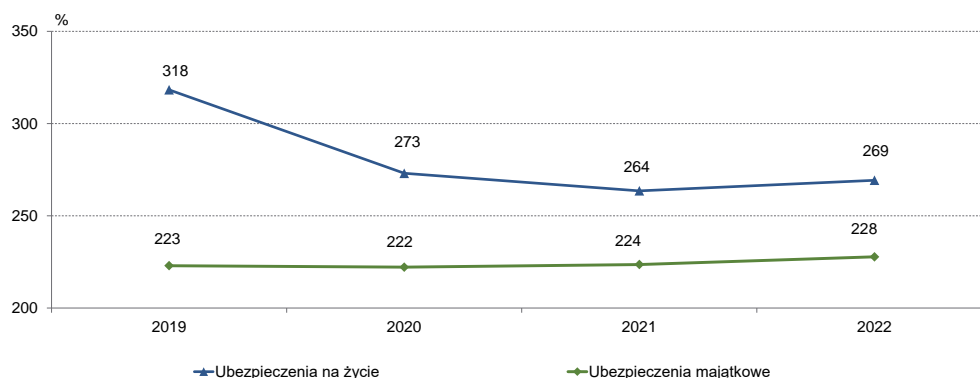
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Krajowe zakłady ubezpieczeń korzystały głównie z ochrony reasekuracyjnej podmiotów z UE oraz Szwajcarii. Istotny udział miały także krajowe instytucje prowadzące działalność reasekuracyjną. W Polsce na koniec 2022 r. działał jeden zakład reasekuracji, a 9 zakładów ubezpieczeń udzielało 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.

#### 4.8.5. Wypłacalność zakładów ubezpieczeń

Zakłady ubezpieczeń są zobowiązane, na mocy przepisów prawa, utrzymywać środki własne na poziomie wystarczającym na pokrycie kapitałowego wymogu wypłacalności (SCR) oraz minimalnego wymogu kapitałowego (MCR). Na koniec 2022 r. wszystkie zakłady ubezpieczeń posiadały wystarczające zasoby, a sektor wykazywał się dużymi nadwyżkami ponad te wymogi. Współczynnik wypłacalności wyniósł 269% w dziale I i 228% w dziale II, niewiele więcej niż na koniec 2021 r. (wykres 4.8.18). W 2022 r. jeden zakład ubezpieczeń majątkowych stosował model wewnętrzny do wyznaczania kapitałowego wymogu wypłacalności, pozostałe korzystały z formuły standardowej<sup>246</sup>. Krajowe zakłady nie wykorzystywały narzędzi LTG i środków przejściowych<sup>247</sup> do wyznaczenia swoich współczynników wypłacalności.

**Wykres 4.8.18.** Wskaźnik pokrycia kapitałowego wymogu wypłacalności (SCR) zakładów ubezpieczeń dopuszczonymi środkami własnymi w latach 2019–2022



Źródło: UKNF.

Wartość środków własnych zakładów działu I w 2022 r. nieznacznie obniżyła się (o 0,5 mld zł), do 22,2 mld zł na koniec roku. Przyczynami spadku środków własnych były: wyższa kwota zaalokowana na przewidywane dywidendy oraz odliczenie udziałów kapitałowych w instytucjach finansowych. Kapitał charakteryzował się wysoką jakością – ponad 99% należało do kategorii 1 środków własnych, mającej nieograniczone możliwości pokrywania strat.

Kapitałowy wymóg wypłacalności zakładów działu I obniżył się w 2022 r. o 0,4 mld zł, do 8,3 mld zł na koniec grudnia. Zmniejszyła się bowiem wartość ryzyka aktuarialnego w

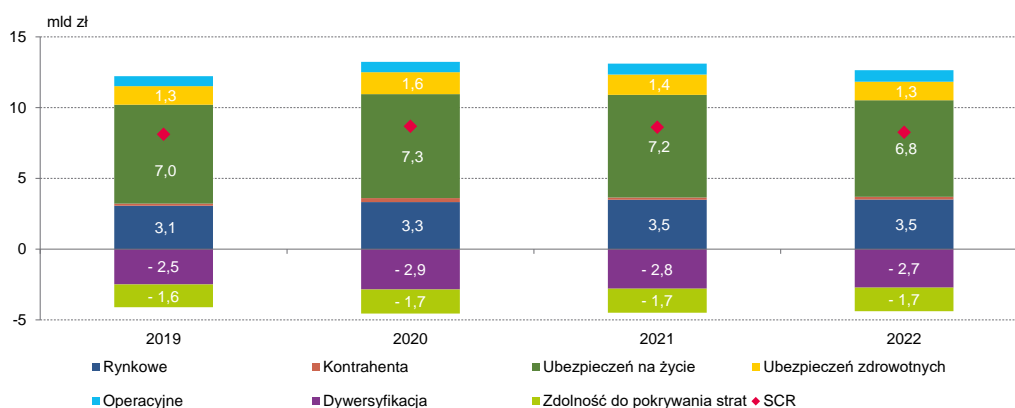
<sup>246</sup> Zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II zakłady ubezpieczeń mogą obliczać SCR według formuły standardowej określonej przepisami prawa albo, po akceptacji organu nadzoru, według pełnych lub częściowych modeli wewnętrznych.

<sup>247</sup> Zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność 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 Wypłacalność II.



ubezpieczeniach na życie, z 7,2 mld zł do 6,8 mld zł (wykres 4.8.19), w tym zwłaszcza w zakresie ryzyka śmiertelności oraz ryzyka wydatków. Z kolei wzrosło znaczenie największego składnika ryzyka aktuarialnego – ryzyka rezygnacji z umów (4,9 mld zł). Drugim najważniejszym modułem SCR było ryzyko rynkowe. Na koniec 2022 r. wartość wymogu z tego tytułu wyniosła 3,5 mld zł, podobnie jak na koniec 2021 r, jednak istotnie zmieniła się jego struktura. Ze względu na wyższe stopy procentowe wzrósł wymóg w tym podmodule, z 1,2 mld zł na koniec 2021 r. do 2,1 mld zł, natomiast kapitał na pokrycie ryzyka cen akcji obniżył się o 0,5 mld zł, do 1,3 mld zł.

**Wykres 4.8.19.** Kapitałowy wymóg wypłacalności w latach 2019–2022 – dział I

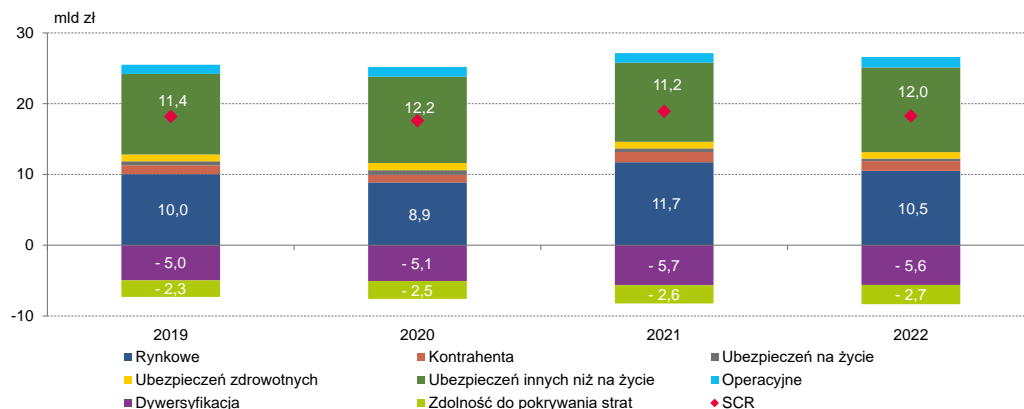


Źródło: UKNF.

W dziale II wartość środków własnych spadła o 0,7 mld zł, do 41,6 mld zł na koniec 2022 r. Zakłady ubezpieczeń majątkowych poniosły bowiem stratę z tytułu posiadanych akcji jednostek zależnych. Kapitał działu II charakteryzował się wysoką jakością. Ponad 91% należało do kategorii 1. Dodatkowo 8% środków własnych stanowiły zobowiązania podporządkowane, głównie wyemitowane obligacje, będące instrumentami zaliczanymi do kategorii 2.

Kapitałowy wymóg wypłacalności zakładów działu II spadł w 2022 r. o 0,6 mld zł i na koniec 2022 r. wyniósł 18,3 mld zł. Modułem generującym największe obciążenie było ryzyko aktuarialne w ubezpieczeniach innych niż na życie. Ze względu na większą skalę działalności wartość wymogu z tego tytułu wzrosła o 0,8 mld zł, do 12 mld zł na koniec 2022 r. Istotnie spadły obciążenia z tytułu ryzyka rynkowego, z 11,7 mld zł do 10,5 mld zł (wykres 4.8.20). Niższa wartość akcji banków, w których istotne udziały posiadał dział II, spowodowała bowiem zmniejszenie się wymogu kapitałowego w zakresie koncentracji ryzyka rynkowego (o 1,9 mld zł). Podobnie jak w dziale I wzrosło znaczenie ryzyka stopy procentowej. Na koniec 2022 r. wyniosło ono 1,5 mld zł (o 0,6 mld zł więcej niż na koniec 2021 r.).

Wykres 4.8.20. Kapitałowy wymóg wypłacalności w latach 2019–2022 – dział II



Źródło: UKNF.

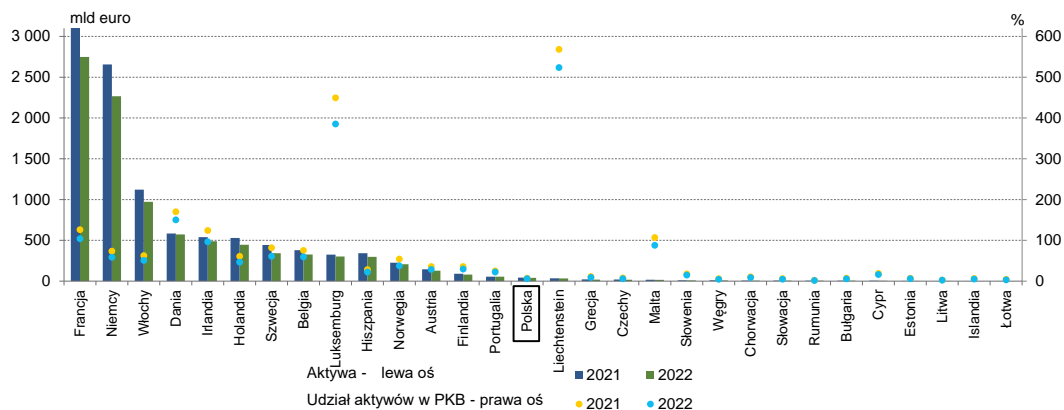
Na koniec 2022 r. kapitałowy wymóg wypłacalności działu II był ponad dwukrotnie wyższy niż w dziale I, co wynikało z różnic w profilu ryzyka. Zakłady ubezpieczeń majątkowych były bardziej narażone na ryzyko rynkowe ze względu na istotną wartość akcji w lokatach. Ponadto w dalszym ciągu znaczny udział w działalności zakładów ubezpieczeń na życie miały ubezpieczenia z UFK, które generowały mniejsze obciążenie kapitałowe niż inne produkty ubezpieczeniowe.

#### 4.8.6. Krajowe zakłady ubezpieczeń na tle europejskiego sektora<sup>248</sup>

##### Wielkość sektora

W 2022 r. polski sektor ubezpieczeń odgrywał istotnie mniejszą rolę w gospodarce, niż w przypadku innych krajów europejskich. W relacji do PKB jego aktywa wyniosły 6%, zdecydowanie poniżej średniej europejskiej (57%). Ten współczynnik był niższy tylko dla sześciu krajów (wykres 4.8.21). W porównaniu z 2021 r. nastąpił spadek aktywów w prawie wszystkich państwach (średnio o 13%), co było wynikiem wzrostu stóp procentowych wolnych od ryzyka. Na koniec 2022 r. wartość aktywów krajowych zakładów ubezpieczeń stanowiła jedynie 0,4% całego europejskiego sektora, co klasyfikowało Polskę na 15. miejscu wśród krajów EOG.

<sup>248</sup> Analiza obejmuje zakłady ubezpieczeń z krajów EOG.

**Wykres 4.8.21.** Aktywa sektora ubezpieczeń i ich relacja do PKB w krajach EOG w 2021 i 2022 r.

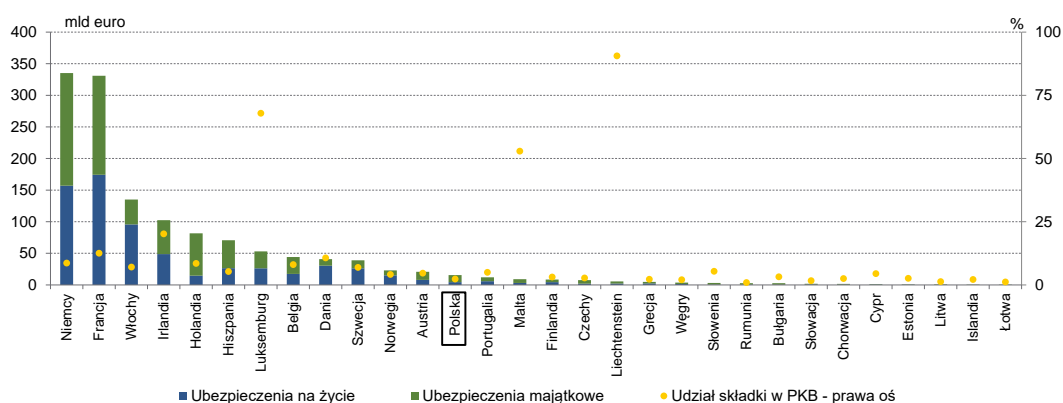
Źródło: EIOPA, Eurostat.

Składka zebrana przez europejskie zakłady ubezpieczeń w 2022 r. wyniosła 1,35 bln euro, podobnie jak w poprzednim roku. Z tytułu umów ubezpieczeń na życie zakłady otrzymały 670 mld euro, o około 50 mld euro mniej niż w 2021 r. Podobną kwotę zakłady uzyskiwały z ubezpieczeń majątkowych (690 mld euro, 625 mld euro w 2021 r.), w tym 500 mld euro dotyczyło działalności bezpośredniej, a pozostała kwota reasekuracji czynnej. Krajowe podmioty odpowiadały za około 1,1% składki europejskiej. Podczas gdy w EOG przeważały (w zakresie działalności bezpośredniej) ubezpieczenia na życie, w Polsce ponad dwukrotnie więcej przychodu generowały ubezpieczenia majątkowe. Krajowa działalność reasekuracyjna w zakresie ubezpieczeń majątkowych również znajdowała się poniżej średniej europejskiej. Tylko 6% składki pochodziło z reasekuracji czynnej, podczas gdy w krajach EOG było to 27%.

### Penetracja ubezpieczeniowa

Podobnie jak w przypadku aktywów sektora, Polska miała jeden z najniższych współczynników penetracji ubezpieczeniowej. Jedynie siedem krajów EOG cechowała niższa relacja składki do PKB. Najwyższym wskaźnikiem penetracji charakteryzowały się Liechtenstein, Luksemburg i Malta, odpowiednio 90,6%, 67,9% i 52,9%. Jednak w tych państwach znaczna część składki pochodziła z działalności transgranicznej (w Liechtensteinie i Luksemburgu około 50%, a na Malcie prawie 30%). Cechą charakterystyczną dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej była przewaga składki z ubezpieczeń majątkowych nad ubezpieczeniami na życie (wykres 4.8.22).

**Wykres 4.8.22.** Składka przypisana brutto zakładów ubezpieczeń z krajów EOG i jej relacja do PKB w 2022 r.

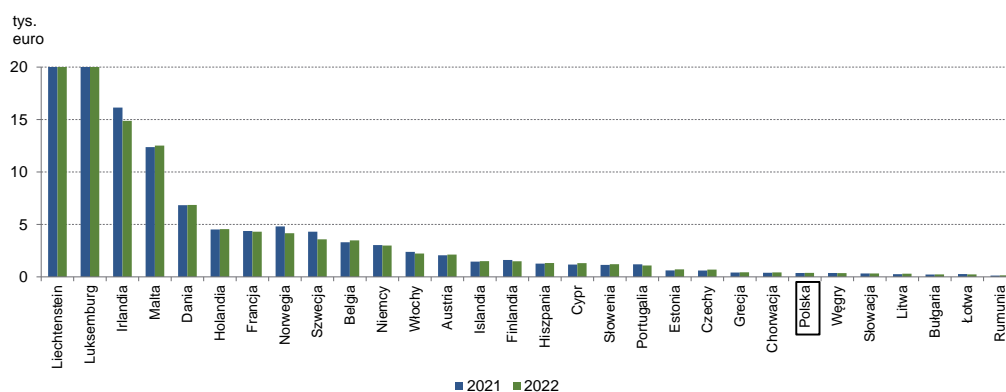


Uwaga: składka z ubezpieczeń bezpośrednich i pośrednich.

Źródło: EIOPA, Eurostat.

W 2022 r. na jednego mieszkańca Polski przypadła składka w wysokości około 390 euro, podczas gdy przeciętny Europejczyk na ubezpieczenie wydał prawie 2,6 tys. euro. Kwota przeznaczana przez mieszkańców Polski na ochronę ubezpieczeniową była wyższa jedynie od państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej (wykres 4.8.23). Składka na jednego mieszkańca była najwyższa w Lichtensteinie i Luxemburgu (101,3 tys. euro i 63,1 tys. euro). Z kolei na największych rynkach ubezpieczeniowych w Niemczech i Francji wydatki na ubezpieczenie wyniosły odpowiednio 3 tys. euro i 4,3 tys. euro na osobę.

**Wykres 4.8.23.** Składka przypisana brutto na jednego mieszkańca w krajach EOG w 2021 i 2022 r.



Uwagi: składka z ubezpieczeń bezpośrednich. Poza obszarem wykresu znalazły się Lichtenstein (90,5 i 101,3 tys. euro) i Luksemburg (67,8 tys. euro i 63,1 tys. euro), odpowiednio w 2021 i 2022 r.

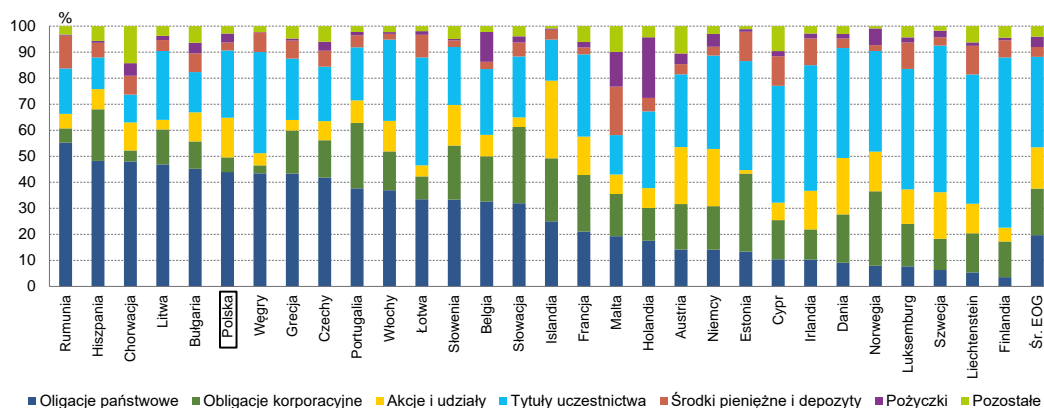
Źródło: EIOPA, Eurostat.

### Lokaty zakładów ubezpieczeń

Europejskie zakłady ubezpieczeń inwestowały swoje aktywa najczęściej w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Ich udział w strukturze lokat na koniec 2022 r. wyniósł 34,8% (wykres 4.8.24). Znaczną część portfela stanowiły także dłużne papiery wartościowe. Niemal jedna piąta

aktywów ulokowana była w obligacje państwowe (19,7%), obligacje korporacyjne stanowiły 17,9% lokat, a udziałowe instrumenty finansowe – 15,9% inwestycji. Każda z pozostałych pozycji, tj. środki pieniężne i depozyty, pożyczki oraz pozostałe lokaty nie przekraczała 5% portfela inwestycyjnego. Struktura lokat krajowego sektora ubezpieczeń różniła się w porównaniu z sektorem europejskim, w tym zwłaszcza w zakresie inwestycji w obligacje skarbowe.

**Wykres 4.8.24.** Struktura lokat zakładów ubezpieczeń z krajów EOG na koniec 2022 r.



Źródło: EIOPA.

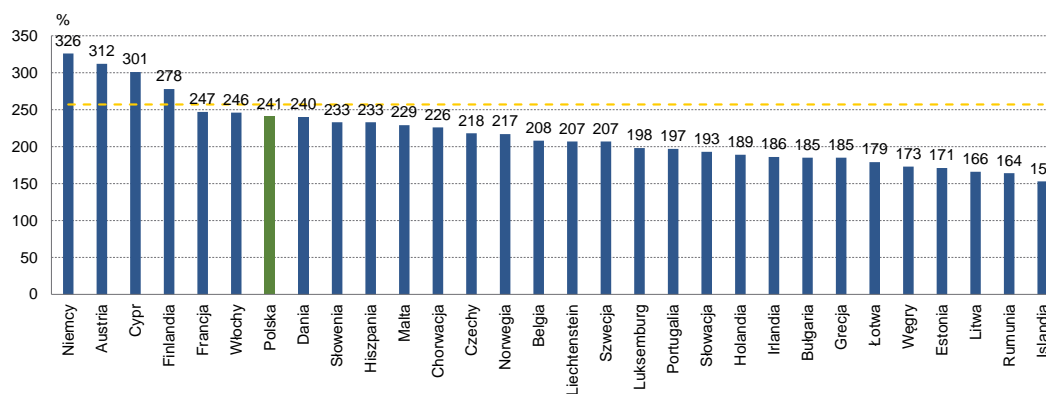
### Wypłacalność

Pozycja kapitałowa europejskiego sektora ubezpieczeń na koniec 2022 r. była stabilna, o czym świadczył zagregowany współczynnik wypłacalności na poziomie 257% (258% na koniec 2021 r.)<sup>249</sup>. Wskaźnik pokrycia wymogów kapitałowych środkami własnymi różnił się między poszczególnymi krajami, przy czym w każdym przypadku kształtował się powyżej 150%. Polska należała do grupy krajów o wysokim współczynniku wypłacalności, który wyniósł na koniec 2022 r. 241%, o 5 pkt proc. więcej niż na koniec 2021 r. (wykres 4.8.25) Krajowe zakłady – w przeciwieństwie do europejskich – nie stosowały jednak narzędzi LTG i środków przejściowych, które pozwalały na poprawę współczynników wypłacalności. Na koniec 2022 r. zastosowanie narzędzi LTG oraz środków przejściowych pozwoliło europejskim zakładom zwiększyć wskaźnik pokrycia SCR, z 218% do 257%<sup>250</sup>.

<sup>249</sup> Dane EIOPA za 2022 r.: [https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/statistics-and-risk-dashboards/insurance-statistics\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/statistics-and-risk-dashboards/insurance-statistics_en).

<sup>250</sup> Dane obejmują jedynie zakłady, które wykazały stosowanie środków LTG. Obliczenia NBP na podstawie danych EIOPA za 2022 r.: [https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-statistics\\_en#use-of-transitional-and-ltg-measures](https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-statistics_en#use-of-transitional-and-ltg-measures).

**Wykres 4.8.25.** Wskaźnik pokrycia kapitałowego wymogu wypłacalności środkami własnymi zakładów ubezpieczeń z krajów EOG na koniec 2022 r.



Źródło: EIOPA.

## 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 finansowymi<sup>251</sup> – 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 2022 r. na polskim rynku funkcjonowały 42 krajowe firmy inwestycyjne, z czego 33 domy maklerskie oraz 9 banków prowadzących działalność maklerską (tabela 4.9.1). Spadek liczby domów maklerskich w porównaniu z poprzednim rokiem wynikał z przeniesienia działalności dwóch domów maklerskich do banków należących do tych samych grup kapitałowych. Taka strategia konsolidacji, obserwowana od kilku lat na krajowym rynku usług maklerskich, motywowana była oczekiwaną synergią kosztową oraz chęcią zwiększenia bazy klientów. Przełożyło się to na spadek relacji wartości aktywów domów maklerskich, w których bezpośrednimi większościami akcjonariuszami były banki, do wartości aktywów całego sektora domów maklerskich z 44,9% do 32,2%. Ponadto KNF cofnęła jednemu podmiotowi zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej<sup>252</sup>.

Wśród krajowych firm inwestycyjnych można wyróżnić podmioty oferujące kompleksowe usługi maklerskie oraz instytucje, których oferta jest mocno wyspecjalizowana. Na koniec 2022 r. 38 podmiotów mogło przyjmować i przekazywać zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, przy czym 27 było uprawnionych do wykonywania również zleceń na rachunek klienta. Ponadto 29 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 15 podmiotów maklerskich. Z kolei 29 świadczyło usługi doradztwa inwestycyjnego, a 32 oferowały papiery wartościowe.

Liczba zagranicznych firm inwestycyjnych, które zgłosiły zamiar wykonywania działalności maklerskiej w Polsce, wyniosła na koniec 2022 r. 673 (w tym 12 w formie oddziału). Jednak tylko niewielka część z nich prowadziła tę działalność na krajowym rynku.

---

<sup>251</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 646 z późn. zm.).

<sup>252</sup> Pkt 4 Komunikatu w sprawie decyzji podjętych przez Komisję Nadzoru Finansowego w dniu 29 kwietnia 2022 r., informacja dostępna na stronie: [https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=77938&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=77938&p_id=18).



#### 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 oraz 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.

W 2022 r. warunki do prowadzenia działalności na krajowym rynku usług maklerskich pogorszyły się. Dokonana przez Rosję agresja na Ukrainę, pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego oraz silny wzrost cen surowców przekładały się na dużą zmienność cen na rynku akcji, a w rezultacie na wzrost o 30,1% wolumenu obrotów giełdowymi instrumentami pochodnymi (tabela 4.9.1). Jednocześnie wartość transakcji akcjami i PDA na Głównym Rynku GPW spadła o 11,4%. Wartość pierwotnych ofert publicznych (*initial public offering* – IPO) wyniosła zaledwie 40 mln zł, czyli najmniej w historii GPW. Ponadto w 2022 r. zmniejszyło się zainteresowanie emitowaniem nieskarbowych papierów dłużnych.

**Tabela 4.9.1.** Podstawowe wskaźniki funkcjonowania krajowych podmiotów maklerskich w latach 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Liczba domów maklerskich	38	37	36	33
Liczba banków prowadzących działalność maklerską (biur maklerskich)	9	9	9	9
Aktywa domów maklerskich (w mld zł) <sup>1</sup>	6,6	9,9	14,3	12,2
Kapitały własne domów maklerskich (w mld zł)	1,6	2,0	2,1	2,6
Obroty netto na rynku akcji i PDA (Główny Rynek GPW, w mld zł) <sup>2</sup>	195,3	311,1	331,0	293,1
Wolumen obrotów giełdowymi instrumentami pochodnymi (Główny Rynek GPW, w mln szt.)	7,0	11,5	12,0	15,6
Liczba IPO na Głównym Rynku GPW / NewConnect	7/15	7/14	16/32	8/16

<sup>1</sup> Aktywa domów maklerskich obejmują także środki klientów zgromadzone na rachunkach pieniężnych.

<sup>2</sup> Obroty netto na rynku akcji i PDA uwzględniają transakcje sesyjne i pakietowe.

Źródło: GPW, KNF.

W analizowanym okresie z około 1 338 tys. do około 1 468 tys. wzrosła liczba rachunków papierów wartościowych prowadzonych przez członków giełdy, przy czym dane GPW wskazują, że jedynie 14% z nich było aktywnych. Z kolei udział inwestorów indywidualnych w wartości obrotów akcjami na Głównym Rynku GPW wyniósł w 2022 r. 17% i był o 5 pkt proc. niższy niż w poprzednim roku. Na koniec analizowanego okresu aktywa klientów przechowywane przez domy maklerskie wyniosły 178 mld zł, tj. o 5,8% mniej niż na koniec 2021 r. Spośród tych aktywów 96% stanowiły instrumenty finansowe, a pozostałą część środki pieniężne.

Podstawowa działalność maklerska, polegająca na oferowaniu instrumentów finansowych oraz przyjmowaniu, przekazywaniu i wykonywaniu zleceń ich nabycia lub sprzedaży, w 2022 r. pozostawała w przypadku domów maklerskich nierentowna. Niektóre podmioty, dywersyfikując źródła przychodów, angażowały się w operacje instrumentami finansowymi na rachunek własny, w tym zawierały transakcje inicjowane przez swoich klientów za pośrednictwem internetowych platform transakcyjnych (tzw. platform *forex*). Na tych platformach klienci podmiotów maklerskich mogli nabywać lub sprzedawać kontrakty z rozliczeniem różnicowym (CFD) na kursy walutowe, towary, a także akcje i indeksy giełdowe.

W 2022 r. utrzymywało się duże zainteresowanie ofertą wspomnianych platform wśród inwestorów indywidualnych. Możliwość stosowania większej dźwigni finansowej (ze względu na niższe wymagane depozyty zabezpieczające), np. w porównaniu z kontraktami *futures* notowanymi na GPW, sprawiała, że kontrakty CFD charakteryzowały się dużym ryzykiem inwestycyjnym. Z analiz przeprowadzanych przez UKNF wśród krajowych podmiotów maklerskich oferujących dostęp do platform *forex* wynika, że w 2022 r. około 79% klientów aktywnie korzystających z tych platform poniosło stratę<sup>253</sup>. Mając na uwadze potrzebę ochrony inwestorów indywidualnych, KNF w 2022 r. utrzymała interwencję produktową dotyczącą kontraktów CFD, zgodnie z którą:

- maksymalna dźwignia finansowa w transakcjach tymi kontraktami zawieranych przez inwestorów indywidualnych, którzy nie uzyskali statusu doświadczonego klienta detalicznego, 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,
- operatorzy tzw. platform *forex* są zobowiązani do publikowania wystandaryzowanej informacji o udziale liczby klientów ponoszących straty na danej platformie w liczbie klientów ogółem<sup>254</sup>.

Dystrybucja usług maklerskich w Polsce odbywała się głównie z wykorzystaniem kanału internetowego. Na koniec 2022 r. liczba rachunków internetowych wyniosła 1 376 tys., co stanowiło około 94% wszystkich rachunków maklerskich. Udział transakcji inwestorów indywidualnych realizowanych za pośrednictwem Internetu w obrotach akcjami i kontraktami *futures* na Głównym Rynku GPW przekraczał, odpowiednio, 68% i 71% (wykres 4.9.1).

Duża popularność kanału internetowego w dystrybucji usług maklerskich wynikała z funkcjonalności tego rozwiązania, szczególnie wśród młodych klientów. W ostatnich latach

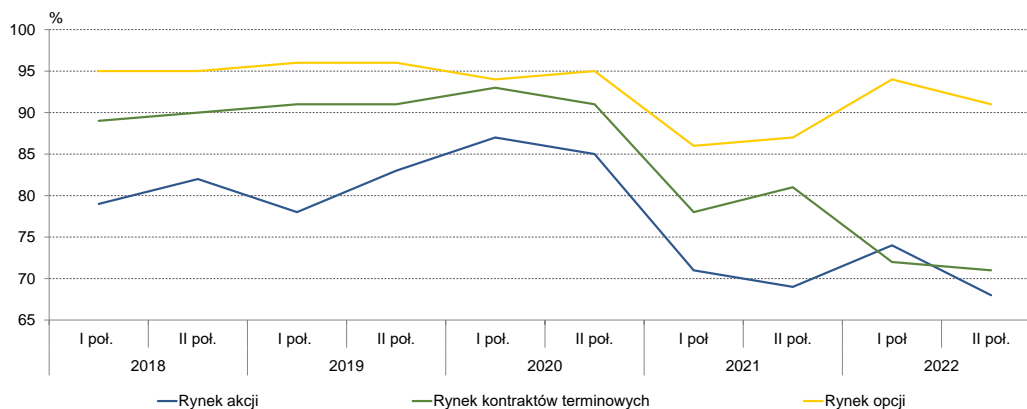
---

<sup>253</sup> Wyniki klientów na rynku *Forex*, KNF, 4 kwietnia 2023 r., materiał dostępny na stronie: [https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=81717&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=81717&p_id=18).

<sup>254</sup> 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](https://dziennikurzedowy.knf.gov.pl/DU_KNF/2019/27/akt.pdf).

firmy inwestycyjne ograniczały również liczbę punktów obsługi klienta, które generowały duże koszty stałe w porównaniu ze wspomnianym kanałem dystrybucji usług maklerskich.

**Wykres 4.9.1.** Udział obrotów realizowanych za pośrednictwem Internetu w obrotach inwestorów indywidualnych na Głównym Rynku GPW w latach 2019–2022



Źródło: GPW.

#### 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.

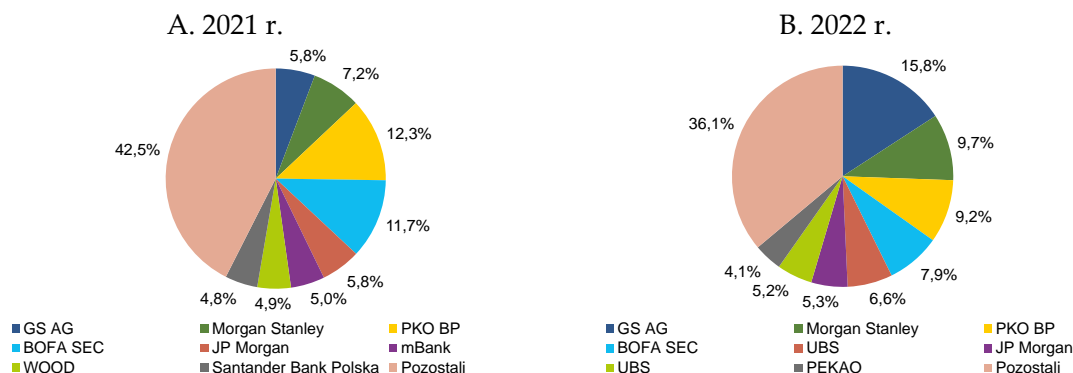
Wykonywanie zleceń na Głównym Rynku GPW było umiarkowanie skoncentrowane pod względem podmiotowym. Udział pięciu największych firm inwestycyjnych w obrotach akcjami i PDA w 2022 r. wzrósł do 49% z 43% rok wcześniej (wykres 4.9.2). Po raz drugi w historii tego rynku najbardziej aktywny okazał się zdalny członek giełdy (zagraniczna firma inwestycyjna zawierająca transakcje na Głównym Rynku GPW bez pośrednictwa krajowych podmiotów maklerskich). Znaczenie takich podmiotów na Głównym Rynku GPW systematycznie rośnie – w 2022 r. ich udział w wartości transakcji akcjami i PDA wyniósł 56%, wobec 49% w 2021 r. Zdalni członkowie giełdy obsługiwali bowiem przede wszystkim inwestorów zagranicznych, których udział w obrotach wspomnianymi instrumentami wzrósł w analizowanym okresie z 57% w poprzednim roku do 64% w 2022 r. Do takiej tendencji mógł przyczynić się organizowany przez GPW i Grupę Kapitałową KDPW program wspierania płynności – High Volume Provider (HVP)<sup>255</sup>.

W pozostałych segmentach Głównego Rynku GPW koncentracja w świadczeniu usług maklerskich była większa. Przykładowo udział pięciu największych członków giełdy w obrotach

<sup>255</sup> 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.

kontraktami *futures* w 2022 r. wyniósł 66,1% (wykres 4.9.3), a opcjami – 82,9%. W wykonywaniu zleceń na rynku certyfikatów inwestycyjnych i produktów strukturyzowanych silne pozycje utrzymały instytucje finansowe, które odpowiadały za organizację emisji tych instrumentów i jednocześnie pełniły dla nich funkcję animatora rynku.

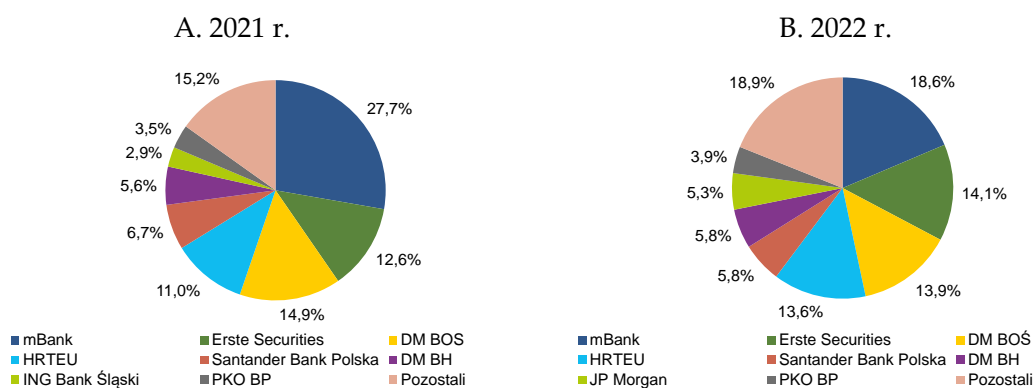
**Wykres 4.9.2.** Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach akcjami oraz PDA na Głównym Rynku GPW w 2021 i 2022 r.



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 2021 i 2022 r.



Uwaga: dane obejmują: transakcje sesyjne i pakietowe.

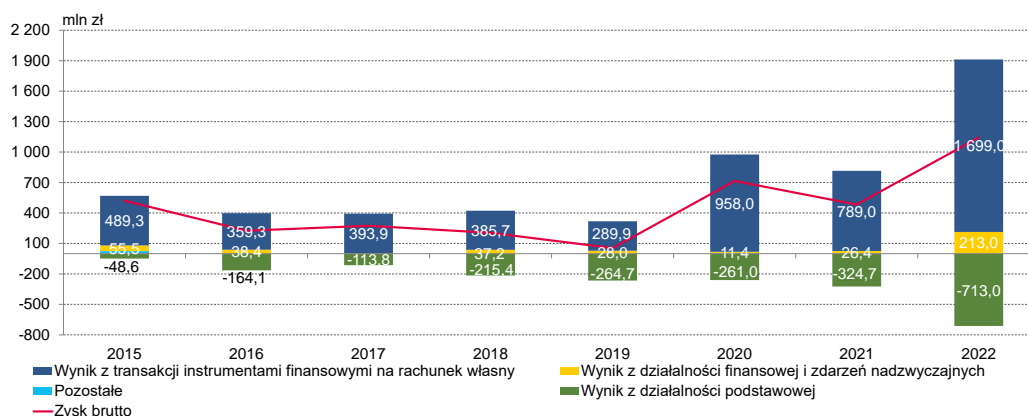
Źródło: GPW.

### 4.9.3. Wyniki finansowe domów maklerskich

Krajowe domy maklerskie w 2022 r. osiągnęły wyraźnie wyższe zyski niż w latach wcześniejszych. Zysk brutto tej grupy podmiotów był w analizowanym okresie wyższy o prawie 140% w porównaniu z rokiem poprzednim i wyniósł 1 143,3 mln zł. Przyczynił się do tego przede wszystkim wynik z tytułu transakcji instrumentami finansowymi zawieranymi na rachunek własny (wykres 4.9.4). Wzrósł on z 789,0 mln zł w 2021 r. do 1 699,0 mln zł w 2022 r., co pozwoliło

domom maklerskim wypracować 930,2 mln zł zysku z działalności operacyjnej<sup>256</sup> (o 103,7% więcej niż w 2021 r.). W efekcie osiągnęły one w 2022 r. 927,0 mln zł zysku netto (wobec 393,0 mln zł rok wcześniej).

**Wykres 4.9.4.** Dekompozycja zysku brutto domów maklerskich w latach 2015–2022



Źródło: UKNF.

O tak wysokim dodatnim wyniku sektora zdecydowały przede wszystkim zyski domów maklerskich oferujących dostęp do platform *forex* i jednocześnie często będących kontrahentami w transakcjach inicjowanych przez ich klientów na tych platformach. Podmioty te osiągały zyski zarówno z tytułu różnicy między kwotowaniami (*spread*), po których zawierały przeciwstawne transakcje ze swoimi klientami, jak i w wyniku transakcji o charakterze spekulacyjnym przeprowadzanymi na rachunek własny. O dużym znaczeniu usługi dostępu do platform *forex* dla rentowności usług inwestycyjnych w Polsce świadczy fakt, że zysk netto największego z operatorów takich platform w 2022 r. stanowił 82,6% zagregowanego zysku netto wszystkich domów maklerskich. Skalę transakcji instrumentami finansowymi zawieranych przez domy maklerskie na rachunek własny ograniczały niewielkie, w porównaniu z bankami krajowymi, kapitały własne (tabela 4.9.1). Na koniec 2022 r. około 99% wartości funduszy własnych domów maklerskich stanowiły kapitały podstawowe Tier 1, a wyliczane na podstawie rozporządzenia IFR zagregowane współczynniki kapitałowe wspomnianych podmiotów kształtowały się powyżej wymaganych wartości. W 2022 r. żaden dom maklerski nie przekroczył progów dotyczących skali działalności, określonych w rozporządzeniu CRR (art. 4 ust. 1 pkt 1 lit. b), które zobowiązywałyby taki podmiot do uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności bankowej i skutkowałyby objęciem go wymogami rozporządzenia CRR.

W zakresie podstawowej działalności domy maklerskie od wielu lat notują straty. Pomimo wypracowania znacznie wyższego niż w poprzednim roku zysku z działalności operacyjnej, strata na działalności podstawowej zwiększyła się z 324,7 mln zł w 2021 r. do rekordowych 713,0 mln zł

<sup>256</sup> 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.

w 2022 r., do czego przyczyniły się zarówno spadek przychodów (o ponad 20% do 582,0 mln zł), jak i silny wzrost kosztów. Przychody z działalności podstawowej zmniejszyły się m.in. w związku ze słabszą koniunkturą na krajowym rynku kapitałowym, w szczególności spadkiem wartości obrotów akcjami na rynkach GPW oraz niską wartością IPO. Mniejsza aktywność inwestorów na rynku kasowym GPW przełożyła się ponadto na zmniejszenie o prawie 30% względem 2021 r. przychodów z tytułu prowizji od przyjmowania, przekazywania i wykonywania zleceń klientów. Natomiast wspomniany spadek wartości IPO oraz niższa wartość emitowanych obligacji przyczyniły się do spadku (o 43%) przychodów domów maklerskich z tytułu oferowania instrumentów finansowych. Z kolei na obserwowany w analizowanym okresie wzrost kosztów działalności podstawowej (z 1 067,9 mln zł w 2021 r. do 1 294,9 mln zł w 2022 r.) złożyły się większe wydatki na wynagrodzenia (wzrost o 11%), usługi obce (wzrost o 9%) oraz utrzymania i wynajmu nieruchomości (wzrost o 10%), stanowiące największe pozycje kosztowe domów maklerskich.

## 4.10. Podmioty prowadzące działalność windykacyjną

W 2022 roku na rynku wierzytelności obserwowano ożywienie. Pandemia COVID-19 oraz agresja Rosji na Ukrainę miały ograniczony wpływ na funkcjonowanie firm windykacyjnych. Przetargi wierzytelności odbywały się bez zakłóceń. Firmy windykacyjne zwiększały linie kredytowe w bankach, a także przeprowadziły emisje obligacji. Średnie ceny portfeli utrzymywały się na wyższym poziomie, co wynikało z przewagi popytu nad podażą i lepszej jakości zbywanych portfeli. Banki pozostawały głównymi partnerami biznesowymi, zwłaszcza w segmencie inkaso<sup>257</sup>.

Statystyki wykorzystane w dalszej części rozdziału pochodzą z przeprowadzonego przez GUS badania ankietowego przedsiębiorstw prowadzących działalność windykacyjną<sup>258</sup>. Ze względu na zmieniającą się liczebność badanej populacji i kwestie metodologiczne nie zawsze była możliwa analiza dynamiki zmian dla całej, badanej przez GUS, populacji firm windykacyjnych<sup>259</sup>.

### 4.10.1. Działalność firm windykacyjnych

Większość ankietowanych przez GUS przedsiębiorstw prowadziła w 2022 r. działalność w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (49 spółek) lub spółki akcyjnej (23 spółki). Do grup kapitałowych należały 23 firmy, przy czym podmiotów dominujących było 7. W strukturze udziałowców dominowali inwestorzy krajowi (79 spółek). Dla 84 przedsiębiorstw przeważającymi udziałowcami były przedsiębiorstwa i osoby fizyczne z sektora niefinansowego. Kilka firm prowadziło działalność zagraniczną.

W 2022 r. firmy windykacyjne przyjęły do obsługi 9,7 mln wierzytelności<sup>260</sup> o nominalnej wartości 41,0 mld zł (wykres 4.10.1). W strukturze obsługiwanych wierzytelności dominowały wierzytelności przyjęte na zlecenie (inkaso), których wartość nominalna stanowiła 71,3% wartości wszystkich wierzytelności przyjętych do obsługi w 2022 r. Łączna nominalna wartość przyjętych

---

<sup>257</sup> Zob. m.in. *Sprawozdanie zarządu KRUK S.A. z działalności grupy kapitałowej za 2022 rok*, Wrocław, 9 marca 2023 r. czy *Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej i spółki BEST S.A. za 2022 rok*, Gdynia, 11 kwietnia 2023 r.

<sup>258</sup> *Działalność przedsiębiorstw windykacyjnych w 2022 roku*, Warszawa, 08.08.2023, GUS. Badania GUS prowadzone są w ramach *Programu badań statystycznych statystyki publicznej*.

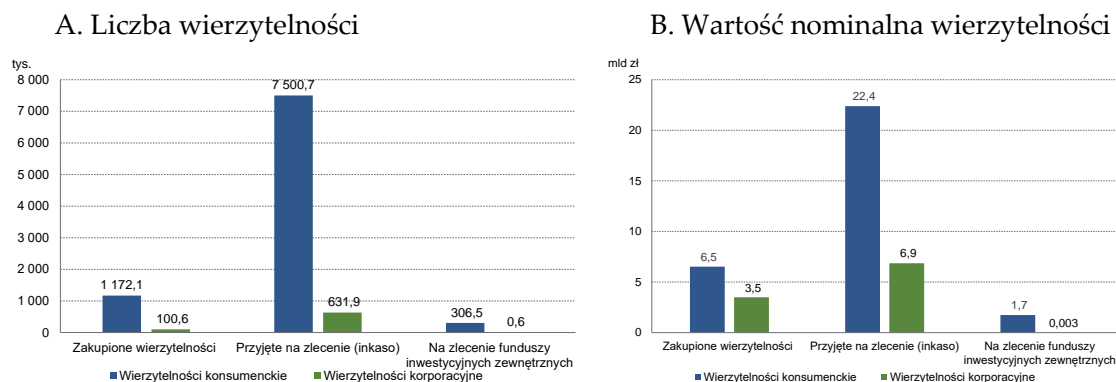
<sup>259</sup> Badaniem za rok 2022 objęto 95 podmiotów, w tym 68 podmiotów, dla których działalność windykacyjna była jedynym rodzajem działalności. Natomiast w 2021 roku w badaniu GUS uczestniczyło 75 podmiotów (w tym 43 podmioty, dla których działalność windykacyjna była jedynym rodzajem działalności).

<sup>260</sup> Liczba wierzytelności, zgodnie z definicją zastosowaną w badaniu GUS, to liczba spraw przyjętych do obsługi lub odzyskanych w ciągu całego roku, w tym poprzez wpływy cykliczne, ratalne.



wierzytelności konsumenckich<sup>261</sup> wyniosła 30,6 mld zł, a wierzytelności korporacyjnych<sup>262</sup> – 10,4 mld zł<sup>263</sup>.

**Wykres 4.10.1.** Liczba (lewy panel) i wartość nominalna (prawy panel) wierzytelności przyjętych do obsługi w 2022 r.



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych GUS.

W 2022 r. istotnie zmieniła się struktura finansowania zakupu wierzytelności – przeważały wewnętrzne źródła finansowania (71,0%). Największy udział w finansowaniu nabytych wierzytelności miały środki/przychody własne (44,6%). Drugim najważniejszym źródłem finansowania były kredyty bankowe (20,4%).

Największą grupę wierzycieli pierwotnych dla wierzytelności ogółem stanowiły banki (67,4%), firmy pożyczkowe (14,2%) oraz zakłady ubezpieczeń społecznych (2,3%). Jednostkowa wartość wierzytelności różniła się znacząco w zależności od wierzyciela. W przypadku jednostek samorządu terytorialnego, zakładów ubezpieczeń oraz operatorów telekomunikacyjnych, telewizji kablowych i cyfrowych wynosiła ona poniżej 2000 zł, a w przypadku banków – ponad 5000 zł (wykres 4.10.2).

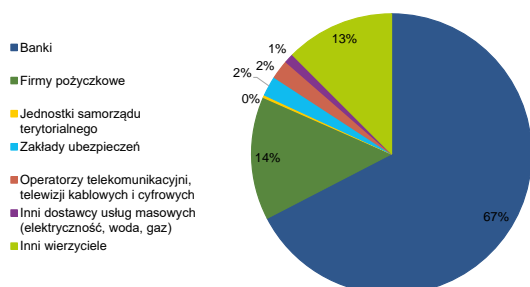
<sup>261</sup> Wierzytelności konsumenckie, zgodnie z definicją stosowaną w badaniach GUS, to nieregulowane zobowiązania gospodarstw domowych (osób fizycznych), w tym gospodarstw indywidualnych w rolnictwie, pracujących na własny rachunek, emerytów i rencistów, utrzymujących się z niezarobkowych źródeł.

<sup>262</sup> Wierzytelności korporacyjne, zgodnie z definicją stosowaną w badaniach GUS, to nieregulowane zobowiązania przedsiębiorstw dotyczące niepłacenia kontrahentom za zakupione towary, materiały lub wykonane usługi. Do tej kategorii zalicza się także nieregulowane zobowiązania wobec Skarbu Państwa.

<sup>263</sup> W porównaniu z wynikami badania GUS za 2021 r. liczba wierzytelności przyjętych do obsługi w 2022 r. była większa o 1,8 mln, a ich wartość większa o 8,2 mld zł. Zadecydował o tym istotny wzrost wartości wierzytelności przyjętych do obsługi na zlecenie (o 8,7 mld zł).

Wykres 4.10.2. Wierzytelności przyjęte w 2022 r. do obsługi wg wierzycieli pierwotnych

## A. Struktura wg wartości wierzytelności



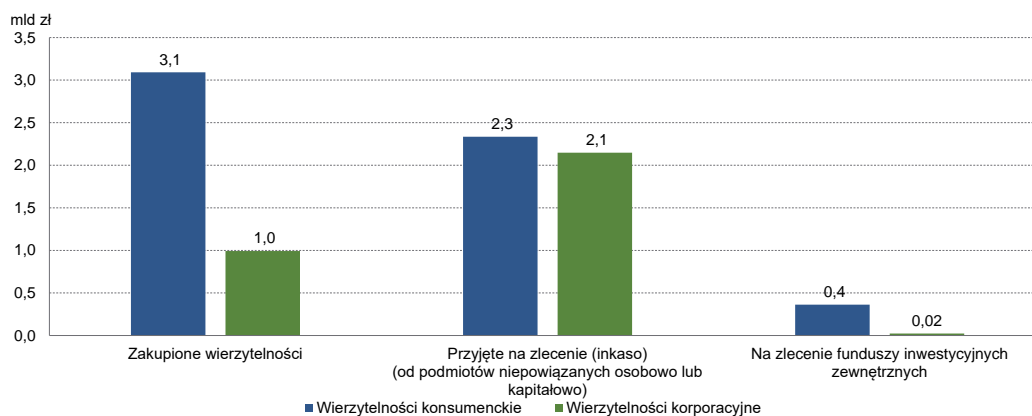
## B. Jednostkowa wartość wierzytelności



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

W 2022 r. firmy windykacyjne odzyskały łącznie wierzytelności o wartości 8,9 mld zł (wykres 4.10.3), w tym 4,4 mld zł stanowiły odzyskane wierzytelności przyjęte na zlecenie. Wierzytelności konsumenckie stanowiły 65,0% wszystkich odzyskanych wierzytelności pod względem wartości. W przypadku wierzytelności korporacyjnych większość odzyskanych wierzytelności stanowiły wierzytelności zakupione<sup>264</sup>.

Wykres 4.10.3. Wartość odzyskanych wierzytelności w 2022 r.



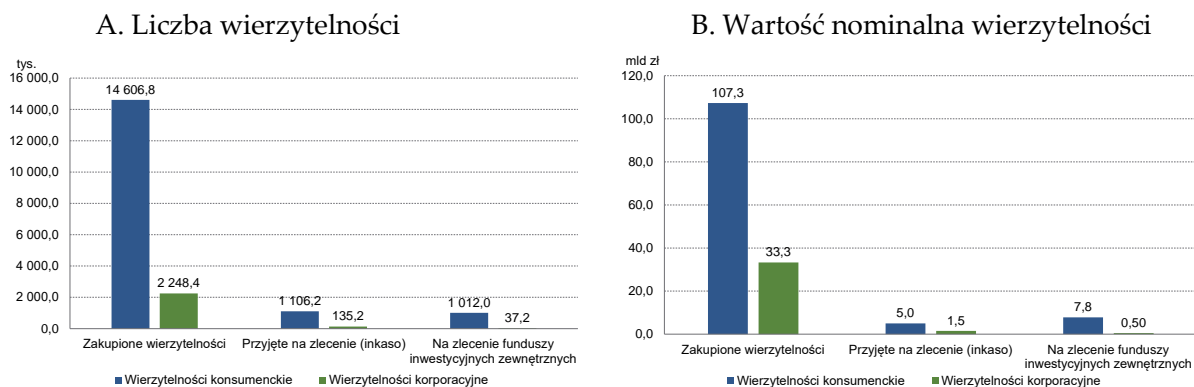
Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych GUS.

Na koniec 2022 r. firmy windykacyjne obsługiwały 19,1 mln wierzytelności o nominalnej wartości 155,4 mld zł. W portfelu obsługiwanych wierzytelności dominowały wierzytelności zakupione

<sup>264</sup> W porównaniu z wynikami badania GUS za 2021 r. wartość odzyskanych wierzytelności, zakupionych bezpośrednio przez firmy windykacyjne lub pośrednio przez podmiot powiązany osobowo lub kapitałowo, była w 2022 roku wyższa o ponad 0,9 mld zł, a przyjętych na zlecenie (inkaso) niższa o ponad 1,4 mld zł.

oraz wierzytelności konsumenckie. Wartość nominalna zakupionych wierzytelności wyniosła 140,6 mld zł (wykres 4.10.4)<sup>265</sup>.

**Wykres 4.10.4.** Liczba (lewy panel) i wartość nominalna (prawy panel) wierzytelności obsługiwanych przez firmy windykacyjne, według stanu na 31 grudnia 2022 r.



Źródło: GUS.

#### 4.10.2. Wyniki finansowe firm windykacyjnych

Dane dotyczące sytuacji finansowej przedsiębiorstw windykacyjnych obejmowały 74 podmioty, które prowadziły pełną rachunkowość oraz dla których windykacja była działalnością jedyną (52 przedsiębiorstwa) lub dominującą (22 przedsiębiorstwa)<sup>266</sup>.

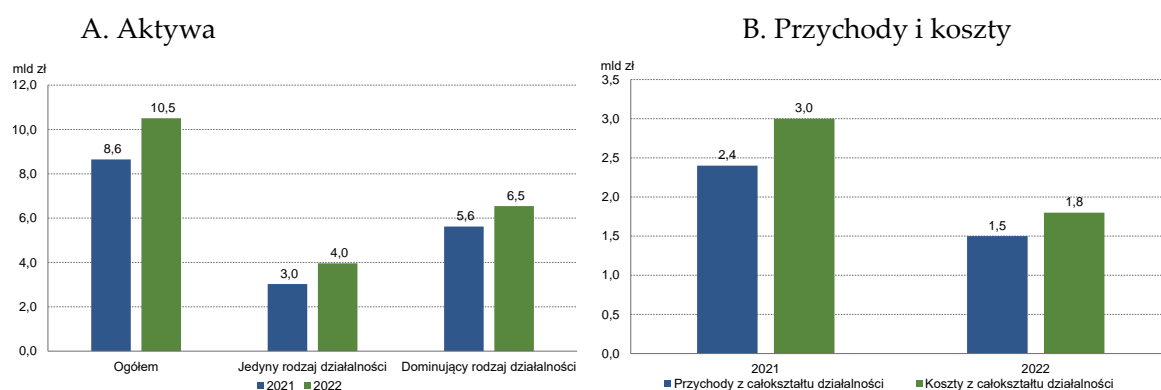
Wartość aktywów firm windykacyjnych w 2022 r. wyniosła 10,5 mld zł i była o 21,5% wyższa niż w 2021 roku. Firmy, dla których windykacja była dominującym rodzajem działalności kontrolowały w 2022 r. 62,3% aktywów firm windykacyjnych (wykres 4.10.5).

Wartość kapitału własnego firm windykacyjnych w 2022 r. wzrosła o 38,8% i wynosiła 3,7 mld zł. Istotny wpływ na wzrost kapitału miały 52 firmy, dla których windykacja była jedynym rodzajem działalności (wzrost o 115,1%). W 2022 r. obserwowano wzrost zobowiązań i rezerw na zobowiązania, które wyniosły 5,4 mld zł i były 0,5 mld zł wyższe niż rok wcześniej.

<sup>265</sup> W porównaniu z wynikami badania GUS za 2021 r. firmy windykacyjne obsługiwały na koniec 2022 r. o 1,7 mln więcej wierzytelności zakupionych i o 0,7 mln mniej wierzytelności przyjętych na zlecenie. Wartość nominalna obsługiwanych na koniec roku 2022 wierzytelności zakupionych była wyższa o 27,4 mld zł, a obsługiwanych na zlecenie niższa o 3,4 mld zł.

<sup>266</sup> Porównanie wyników finansowych dla lat 2021-2022, ze względów metodologicznych, jest możliwe dla 74 podmiotów prowadzących pełną rachunkowość.

Wykres 4.10.5. Sytuacja finansowa firm windykacyjnych w latach 2021-2022



Źródło: GUS.

W 2022 r. przychody z działalności wyniosły 3,0 mld zł i były o 24,5% wyższe niż w 2021 r. (wykres 4.10.5). Przychody netto ze sprzedaży wzrosły o 9,7% i wyniosły 1,3 mld zł. Przychody finansowe wzrosły o 25,3% i wyniosły 1,4 mld zł. Wzrostowi przychodów towarzyszył wzrost kosztów z działalności (13,6%), które wyniosły 1,8 mld zł. W 2022 r. odnotowano zarówno wzrost kosztów działalności operacyjnej (o 9,3%), jak i kosztów finansowych (o 38,0%). Koszty te wyniosły odpowiednio – 1,4 mld zł oraz 0,3 mld zł. W 2022 r. firmy windykacyjne odnotowały łącznie zysk netto w wysokości 1,1 mld zł wobec 0,7 mld zł w 2021 roku.

## 5. Rynki finansowe

### 5.1. Rynek pieniężny

#### 5.1.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku pieniężnego

W 2022 r. sytuację na krajowym rynku pieniężnym w dużym stopniu determinowała niepewność związana z rosyjską agresją na Ukrainę oraz wzrostem inflacji. Po wybuchu wojny zwiększyła się zmienność cen na rynkach finansowych i wzrosły cen surowców. W okresie styczeń–wrzesień RPP ośmiokrotnie podniosła stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną z 1,75% do 6,75%. Podjęła także decyzję o podwyższeniu od 31 marca stopy rezerwy obowiązkowej z 2,0% do 3,5%, co przełożyło się na zmniejszenie środków do dyspozycji krajowego sektora bankowego.

W porównaniu z poprzednim rokiem istotnie zwiększyła się aktywność na krajowym rynku transakcji warunkowych. Średnia dzienna wartość takich transakcji, które są zawierane prawie wyłącznie z wykorzystaniem obligacji skarbowych, wzrosła o ponad 60% i w 2022 r. wyniosła 19,9 mld zł (tabela 5.1.1). Szczególnie silny wzrost wartości operacji warunkowych zaobserwowano bezpośrednio po dokonaniu przez Rosję agresji na Ukrainę, co mogło mieć związek z gwałtownym wzrostem niepewności uczestników rynku oraz towarzyszącym wybuchowi wojny spadkiem cen obligacji skarbowych. Tak jak w poprzednich latach na wspomnianym rynku przeważały operacje *sell-buy-back* (SBB) realizowane głównie między bankami a niekredytowymi instytucjami finansowymi. Banki krajowe częściej niż dotychczas zawierały między sobą transakcje *repo*.

Średnia dzienna wartość niezabezpieczonych lokat międzybankowych, które służą bankom do bieżącego zarządzania płynnością, wzrosła w 2022 r. do 4,4 mld zł (z 3,7 mld zł w 2021 r.). Transakcje O/N stanowiły około 94% 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 2022 r. istotnie wyższa niż w poprzednich latach aktywność uczestników fixingu w segmencie transakcji o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności zwiększyła transakcyjność wyznaczanych w tym okresie wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID dla wspomnianych tenorów.

W analizowanym okresie znacznie zwiększyły się także średnie dzienne obroty na rynku transakcji *fx swap* złotego. Wyniosły one 26,6 mld zł i były o 39% wyższe niż w 2021 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 12% obrotów na krajowym rynku *fx swap* 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 2019–2022 (w mld zł)

	2019	2020	2021	2022
<b>Rynek transakcji lokacyjnych (średnie dzienne obroty netto)</b>				
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe	3,3	3,7	3,7	4,4
Transakcje <i>repo</i> /SBB	17,0	11,7	12,4	19,9
w tym: operacje między bankami krajowymi	4,7	2,4	2,6	6,4
Transakcje <i>fx swap</i>	16,6	16,4	19,2	26,6
w tym: operacje między bankami krajowymi	1,3	1,7	2,2	3,1
<b>Rynek instrumentów dłużnych (zadłużenie na koniec roku)</b>				
Bony pieniężne	65,0	127,8	184,6	252,3
Bony skarbowe	0,0	10,9	0,0	0,0
Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	5,3	6,1	3,7	7,2
Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	5,6	9,9	13,4	9,5

Źródło: NBP.

W 2022 r. bony pieniężne stanowiły największy segment rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Emitując te instrumenty, NBP absorbuje nadmiar płynności i w ten sposób stabilizuje oprocentowanie krótkoterminowych lokat międzybankowych wokół stopy referencyjnej. Średnioroczna wartość bonów pieniężnych pozostających w obiegu nieznacznie zmalała i w 2022 r. wyniosła 198 mld zł (wobec 206 mld zł rok wcześniej). Do spadku wartości tych instrumentów w obiegu przyczyniły się przede wszystkim działania banku centralnego, w tym w szczególności wspomniane podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej.

Ministerstwo Finansów pokrywało potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa na krajowym rynku finansowym, emitując wyłącznie instrumenty dłużne o okresie zapadalności powyżej roku. W rezultacie w 2022 r., podobnie jak w poprzednim roku, nie przeprowadzono żadnej emisji bonów skarbowych.

Banki emitowały krótkoterminowe bankowe papiery dłużne na niewielką skalę. Podobnie jak w poprzednich latach najważniejszymi inwestorami na rynku tych instrumentów były fundusze inwestycyjne.

W 2022 r. krajowe przedsiębiorstwa wyemitowały 151 serii krótkoterminowych papierów dłużnych o łącznej wartości 27,7 mld zł. Zadłużenie z tytułu tych instrumentów spadło na koniec grudnia do 9,5 mld zł (z 13,4 mld zł rok wcześniej). W ten sposób finansowanie pozyskiwały przede wszystkim przedsiębiorstwa leasingowe i faktoringowe, których podmiotami dominującymi były banki krajowe. Na koniec 2022 r. największy udział (56%) 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

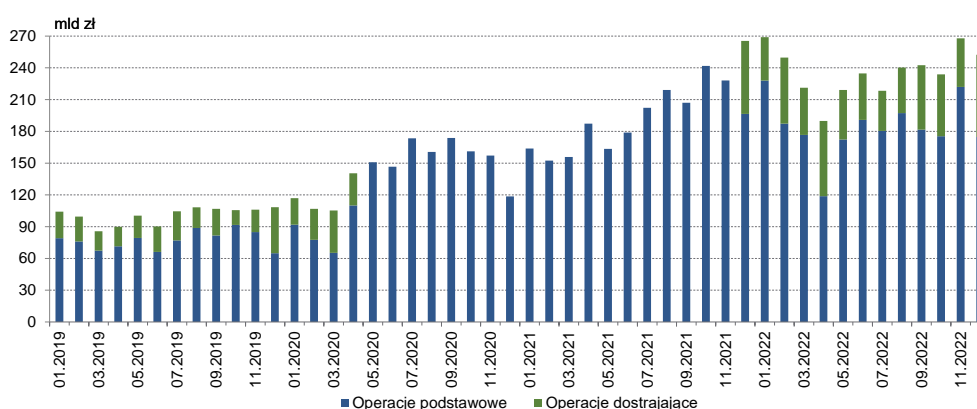
W 2022 r. średnioroczna wartość bonów pieniężnych NBP w obiegu, odzwierciedlająca skalę nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, spadła do 198 mld zł z 206 mld zł w 2021 r. (wykres 5.1.1)<sup>267</sup>. Na wspomniane zmniejszenie nadpłynności wpływ miało przede wszystkim podwyższenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 2,0% do 3,5% (zmiana została zastosowana do rezerwy utrzymywanej od 31 marca) oraz wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu obserwowany w szczególności po dokonaniu przez Rosję agresji na Ukrainę. W grudniu 2022 r. poziom rezerwy obowiązkowej był wyższy o 29,9 mld zł niż rok wcześniej, a średnia wartość gotówki w obiegu wzrosła o 13,8 mld zł w porównaniu z grudniem 2021 r. Z kolei w kierunku zwiększania nadpłynności w sektorze bankowym oddziaływał głównie skup przez bank centralny walut obcych (m.in. w ramach operacji z Ministerstwem Finansów), którego wartość o 28,8 mld zł przewyższała wartość sprzedaży tych walut przez NBP (przede wszystkim w związku z przewalutowaniem składki członkowskiej wpłacanej przez budżet państwa na rachunek KE). W 2022 r. NBP nie przeprowadzał operacji strukturalnych.

---

<sup>267</sup> Szerzej na temat czynników kształtujących płynność krajowego systemu bankowego w: *Raport roczny 2022. Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP*, NBP, Warszawa 2023. Dokument dostępny pod adresem: [https://nbp.pl/wp-content/uploads/2023/06/Raport-roczny-2022\\_-Plynnosc-sektora-bankowego\\_-Instrumenty-polityki-pienieznej-NBP-1.pdf](https://nbp.pl/wp-content/uploads/2023/06/Raport-roczny-2022_-Plynnosc-sektora-bankowego_-Instrumenty-polityki-pienieznej-NBP-1.pdf).



**Wykres 5.1.1.** Bony pieniężne w obiegu w latach 2019–2022 (według stanu na koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej)



Źródło: NBP.

### Rynek pierwotny

Zgodnie z założeniami polityki pieniężnej bank centralny za pomocą operacji otwartego rynku oddziałuje na płynność w sektorze bankowym w taki sposób, aby stabilizować stawkę POLONIA wokół stopy referencyjnej<sup>268</sup>. NBP przeprowadza podstawowe operacje otwartego rynku, emitując bony pieniężne co do zasady z 7-dniowym terminem zapadalności. Przetargi na te papiery dłużne odbywają się regularnie raz w tygodniu (standardowo w piątki), a ich rozrachunek jest dokonywany tego samego dnia<sup>269</sup>. Rentowność oferowanych przez NBP bonów pieniężnych (określona według 360-dniowej bazy odsetkowej) jest równa ustalonej przez RPP stopie referencyjnej.

Średnia wartość wyemitowanych w operacjach podstawowych bonów pieniężnych w 2022 r. wyniosła blisko 192 mld zł wobec prawie 206 mld zł w 2021 r. Podobnie jak w poprzednich latach zgłaszany przez banki na przetargach popyt na bony był nieco niższy od oferowanej podaży (wykres 5.1.2).

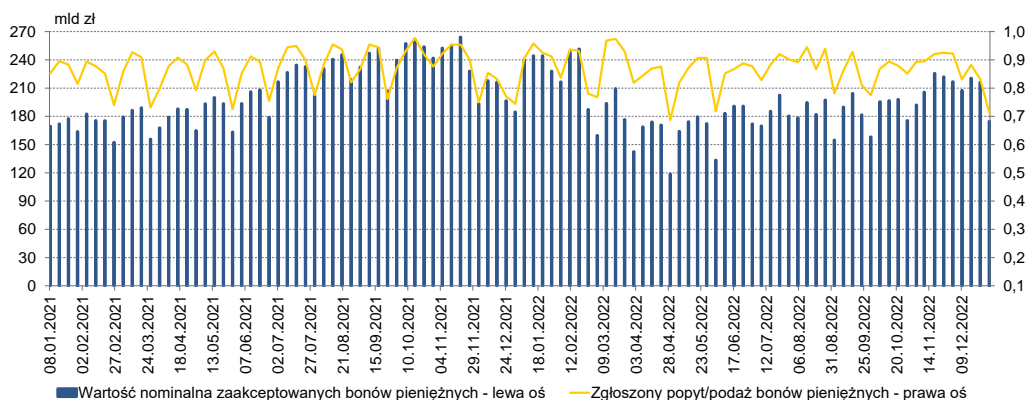
W celu ograniczenia wahań krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych NBP przeprowadzał również absorbujące operacje dostrajające o terminach zapadalności krótszych niż 7 dni. Obejmowały one emisję bonów pieniężnych w ostatnim dniu roboczym okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej oraz dodatkowe nieregularne emisje tych instrumentów, organizowane w trakcie wspomnianego okresu. W 2022 r. zrealizowano 33 operacje dostrajające, w tym 21 nieregularnych. W ramach tych operacji bank centralny sprzedawał 1-, 2-, 3- i 4-dniowe bony pieniężne. Średnioroczna wartość tych emisji zwiększyła się z niespełna 0,4 mld zł w 2021 r. do 6,0 mld zł w 2022 r. Częstsze wykorzystywanie operacji dostrajających przez bank centralny na większą skalę było związane z dążeniem do ograniczenia odchyleń stawki POLONIA od stopy

<sup>268</sup> Założenia polityki pieniężnej na rok 2022, NBP, Warszawa 2021, s. 6.

<sup>269</sup> Jeżeli piątek nie jest dniem roboczym, to dzień przetargu i termin zapadalności bonów pieniężnych są odpowiednio dostosowywane.

referencyjnej NBP wobec istotnie wyższej zmienności wspomnianej stawki w 2022 r. w porównaniu z poprzednim rokiem<sup>270</sup>.

**Wykres 5.1.2.** Wartość nominalna bonów pieniężnych NBP emitowanych w ramach operacji podstawowych i relacja popytu do podaży na rynku pierwotnym w latach 2021–2022



Źródło: NBP.

W przetargach na bony emitowane w operacjach podstawowych mogły uczestniczyć wszystkie banki spełniające warunki określone przez Zarząd NBP<sup>271</sup>. 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)<sup>272</sup>. W 2022 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 2022 r. średnia dzienna wartość transakcji bonami pieniężnymi na rynku wtórnym wyniosła 5,3 mld zł. Były to prawie wyłącznie operacje bezwarunkowe, co wynikało z krótkich pierwotnych terminów zapadalności bonów pieniężnych (do 7 dni) oraz jeszcze krótszego okresu, w którym może

<sup>270</sup> W 2022 r. odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP było średnio dwukrotnie większe niż w 2021 r.

<sup>271</sup> 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.

<sup>272</sup> W 2022 r. status DRP miało dwanaście banków krajowych.

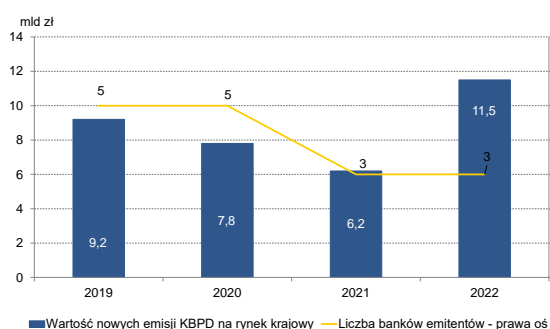
nastąpić przeniesienie własności tych papierów wartościowych<sup>273</sup> w celu ustanowienia na nich zabezpieczenia. W 2022 r. zawarto cztery transakcje warunkowe (SBB) zabezpieczone wspomnianymi instrumentami o łącznej wartości 2,0 mld zł.

### 5.1.2.2. Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne

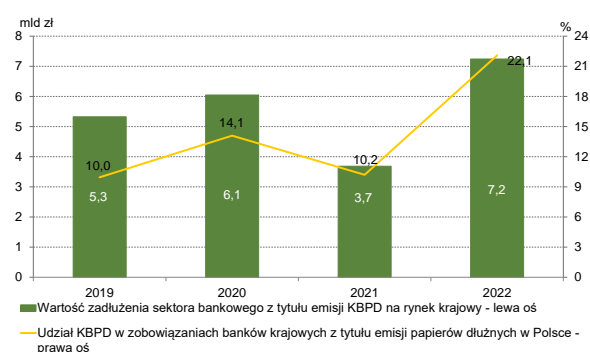
Banki działające w Polsce w znikomym stopniu finansowały się środkami pozyskanymi z emisji krótkoterminowych bankowych papierów dłużnych (KBPD). Na koniec 2022 r. udział tych zobowiązań w pasywach sektora bankowego wyniósł około 0,3%. Wartość tych zobowiązań była jednak dwukrotnie wyższa niż w roku poprzednim (wykres 5.1.3). Niskie wykorzystanie krótkoterminowych papierów wartościowych było spowodowane głównie wysoką dostępnością depozytów sektora niefinansowego (rozdział 4.1.2.). Charakteryzują się one znacznie niższym kosztem pozyskania niż finansowanie za pośrednictwem emisji papierów dłużnych.

Wykres 5.1.3. Emisje KBPD na rynek krajowy w latach 2019-2022

#### A. Wartość nowych emisji



#### B. Zadłużenie banków



Źródło: NBP.

W 2022 r. na rynku KBPD aktywne były trzy banki komercyjne, posiadające łącznie około 11% udział w aktywach sektora. Skład tej grupy systematycznie się zmniejsza. Obecnie jest wśród nich jeden duży bank uniwersalny i dwa banki hipoteczne, które z mocy prawa nie mogą finansować działalności depozytami sektora niefinansowego oraz rządowego i samorządowego. Średni udział zobowiązań z tytułu KBPD w pasywach tych banków również był stosunkowo niski (około 2-6% aktywów).

<sup>273</sup> 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 typu *repo* nie może przypadać później niż w dniu poprzedzającym termin wykupu bonów będących przedmiotem transakcji.

Wszystkie KBPD wyemitowane w 2022 r. 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 zorganizowanych<sup>274</sup>. Struktura rodzajowa inwestorów na rynku KBPD była odmienna od obserwowanej we wcześniejszych latach – najważniejszymi inwestorami były pomocnicze instytucje finansowe oraz banki.

### Rynek wtórny i inwestorzy

Dane o wartości transakcji KBPD na rynku wtórnym nie są dostępne. Z informacji uzyskanych od banków będących organizatorami emisji wynika, że transakcje na tym rynku są zawierane sporadycznie. Ze względu na krótki pierwotny termin zapadalności tych instrumentów nabywcy zazwyczaj utrzymują je do terminu wykupu.

### 5.1.2.3. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw

#### Wielkość rynku

W 2022 r. wyemitowano 151 serii krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP)<sup>275</sup> o łącznej wartości 27,7 mld zł (tabela 5.1.2). Finansowanie w ten sposób pozyskiwały przede wszystkim podmioty leasingowe i faktoringowe z dużych grup bankowych. Zadłużenie z tytułu emisji KPDP spadło na koniec 2022 r. do 9,5 mld zł (z 13,4 mld zł rok wcześniej), w tym prawie 90% jego wartości stanowiły emisje wspomnianych podmiotów.

**Tabela 5.1.2.** Wartość zadłużenia z tytułu KPDP w latach 2019–2022 (w mld zł)

	2019	2020	2021	2022
Wartość zadłużenia	5,6	9,9	13,4	9,5
Wartość nowych emisji	18,8	16,9	29,4	27,7

Źródło: dane KDPW.

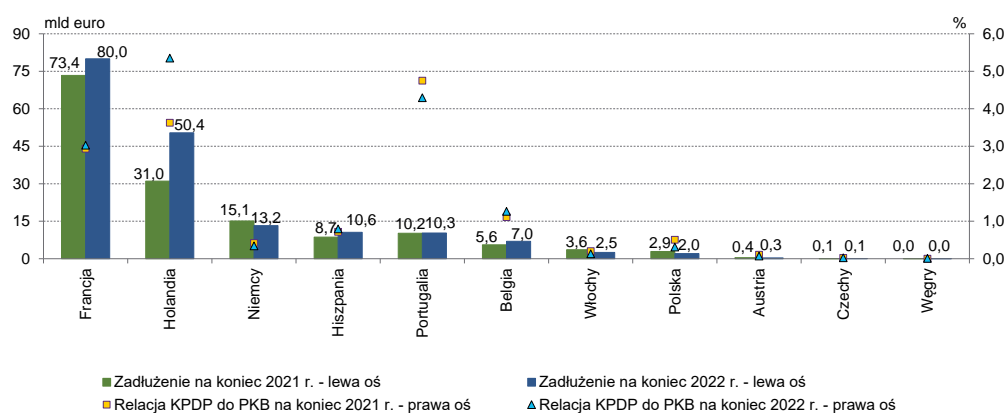
Zadłużenie z tytułu emisji KPDP na koniec 2022 r. wyniosło około 0,3% PKB i było istotnie niższe niż w strefie euro (1,8%)<sup>276</sup>. Stopień rozwoju rynków tych instrumentów w poszczególnych krajach UE był silnie zróżnicowany (wykres 5.1.4).

<sup>274</sup> Papiery te spełniały warunki wyłączenia z obowiązku sporządzania i udostępniania prospektu emisyjnego.

<sup>275</sup> 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 *captive* oraz udzielające pożyczek.

<sup>276</sup> Dane dostępne na stronie internetowej EBC: <https://data.ecb.europa.eu/search-results?searchTerm=csec>.

**Wykres 5.1.4.** Wartość zadłużenia z tytułu KPDP w wybranych krajach Unii Europejskiej oraz jego relacja do PKB na koniec 2021 i 2022 r.



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu KPDP w Polsce przeliczono według średniego kursu EUR/PLN na koniec grudnia 2021 r. (4,5994) oraz na koniec grudnia 2022 r. (4,6899). Wartości za 2021 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.

### Struktura rynku

W 2022 r. finansowanie na krajowym rynku krótkoterminowych papierów dłużnych pozyskały 34 przedsiębiorstwa. Spółka faktoringowa z dużej grupy bankowej przeprowadziła w omawianym okresie emisje 24 serii KPDP o wartości prawie 18,0 mld zł. Emisje powyżej 2,5 mld zł przeprowadziły dwie spółki leasingowe. Przedsiębiorstwa niefinansowe uplasowały KPDP o wartości prawie 1,8 mld zł, w tym koncern medialny o wartości prawie 1,0 mld zł. Z kolei spółki komunalne w 2022 r. wyemitowały ponad 50 serii wspomnianych instrumentów finansowych o łącznej wartości ponad 200 mln zł.

Na koniec 2022 r. w obiegu pozostawało 81 serii KPDP, a średnia wartość jednej serii przekraczała 110 mln zł. Wszystkie te instrumenty były nominowane w złotych. W ciągu roku wspomniana spółka faktoringowa wyemitowała kilka serii instrumentów nominowanych w euro (o wartości niespełna 300 mln euro), które zapadły przed końcem roku. KPDP emitowano zazwyczaj jako papiery dyskontowe o wartości nominalnej 1 tys. zł, 10 tys. zł albo 1 mln zł, ze średnim terminem zapadalności dziewięciu miesięcy oraz bez nadanego ratingu. Funkcję agentów emisji KPDP pełniły najczęściej duże banki. W przypadku firm leasingowych i faktoringowych były to banki z tej samej grupy kapitałowej.

### Rynek wtórny i inwestorzy

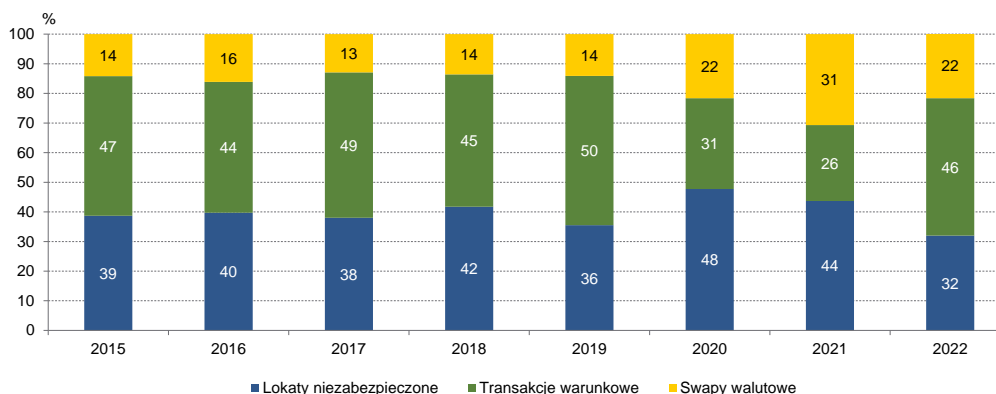
Ze względu na krótkie pierwotne terminy zapadalności KPDP nie były notowane na rynkach zorganizowanych, a transakcje nimi zawierano na rynku OTC za pośrednictwem agentów emisji. Z danych KDPW wynika, że największą płynnością charakteryzowały się emitowane przez spółki leasingowe i faktoringowe serie KPDP o znacznej wartości i relatywnie długich pierwotnych terminach zapadalności. Na koniec 2022 r. w strukturze nabywców KPDP największe udziały miały banki krajowe (56%), przedsiębiorstwa niefinansowe (28%) oraz osoby fizyczne (8%).

### 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 2022 r. średnie dzienne obroty na krajowym rynku międzybankowych transakcji o charakterze lokacyjnym wzrosły o 64% (względem 2021 r.) do 13,9 mld zł. Większą aktywność banków krajowych odnotowano we wszystkich segmentach tego rynku: transakcji warunkowych, swapów walutowych oraz lokat niezabezpieczonych. Najsilniej wzrosły obroty na rynku transakcji *repo* i SBB, co przełożyło się na istotne zwiększenie udziału tych operacji w strukturze transakcji o charakterze lokacyjnym w Polsce (wykres 5.1.5).

**Wykres 5.1.5.** Struktura transakcji o charakterze lokacyjnym na krajowym rynku międzybankowym w latach 2015–2022



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.

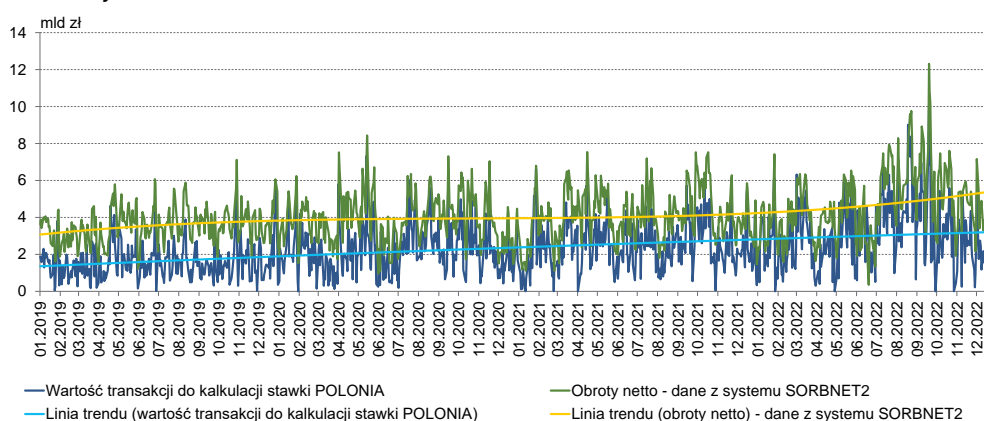
Do zarządzania płynnością w 2022 r. banki krajowe wykorzystywały przede wszystkim operacje *repo* i SBB, głównie o terminach zapadalności do tygodnia włącznie, jak również lokaty niezabezpieczone, wśród których nadal dominowały transakcje O/N (94% wartości obrotów). Z kolei kontrahentami banków krajowych 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

W 2022 r. średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych wyniosły 4,4 mld zł (wykres 5.1.6). Płynność tego rynku była nadal skoncentrowana w segmencie transakcji O/N. W porównaniu z 2021 r. wzrosła zarówno średnia dzienna wartość tych transakcji (o 20% do 4,1 mld zł), jak i ich liczba (o 23%). Towarzyszyła temu ponadprzeciętna aktywność banków w segmencie transakcji o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności (wykres 5.1.7). Większa liczba transakcji o terminach 1M–1Y przełożyła się na wzrost średniej dziennej wartości transakcji ważonych ich okresem zapadalności (tzw. obrotodni), która w 2022 r. wyniosła 6,5 mld zł. Ograniczona płynność krajowego rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych wynika 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.** Dzielne obroty netto na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w latach 2019–2022



Źródło: NBP.

#### Struktura rynku

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, banki krajowe preferowały niezabezpieczone lokaty międzybankowe o najkrótszych terminach zapadalności. Umożliwiało to elastyczne zarządzanie 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, silnie oddziaływały na strukturę terminową tego rynku. Operacje O/N w 2022 r. stanowiły 94% wartości obrotów (tabela 5.1.3). Szczególnie wzmożoną aktywność w tym segmencie rynku obserwowano w III kwartale 2022 r., kiedy średnia dzienna wartość transakcji O/N była o ponad 50% większa od średniej dla pozostałych kwartałów. Mogło to być związane z większymi potrzebami



płynnościowymi banków posiadających duże portfele kredytów mieszkaniowych (w związku z wprowadzeniem wakacji kredytowych) i gorszą niż na początku roku sytuacją płynnościową niektórych podmiotów (malejącymi wskaźnikami LCR).

**Tabela 5.1.3.** Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2021 i 2022 r. (w %)

Termin pierwotny lokaty	I połowa 2021 r.	II połowa 2021 r.	I połowa 2022 r.	II połowa 2022 r.
O/N	90,7	94,6	95,2	92,9
T/N S/N S/W 2W 3W	5,9	2,7	0,7	2,9
1M 2M 3M 6M 9M 1Y	0,0	0,4	0,9	0,5
Niestandardowe terminy	3,4	2,3	3,2	3,7
<b>Ogółem</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Źródło: NBP.

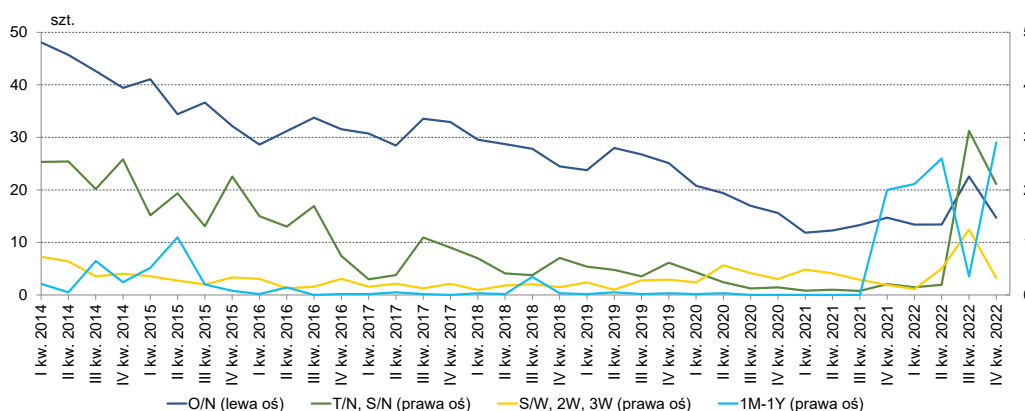
W 2022 r. wzrosła aktywność banków w segmencie innych transakcji jednodniowych – operacji T/N zrealizowano ponad 20% więcej niż w 2021 r., a łączna wartość tych transakcji zawartych w analizowanym okresie wzrosła ponad dwukrotnie i wyniosła 16,2 mld zł. Transakcje S/N, podobnie jak w poprzednim roku, praktycznie nie były zawierane (odnotowano tylko kilka takich transakcji w 2022 r.). Na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych sporadycznie (kilka razy na miesiąc) zawierano inne niż jednodniowe transakcje o standardowych terminach zapadalności poniżej jednego miesiąca, przy czym w porównaniu z 2021 r. odnotowano istotny wzrost liczby zawartych transakcji S/W i 2W (o blisko 50%), przy jednoczesnym istotnym spadku wartości tych transakcji (o ponad 80%).

Przez większą część analizowanego okresu obserwowano ponadprzeciętną aktywność banków na rynku lokat niezabezpieczonych o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności (wykres 5.1.7). Łączna wartość tych lokat wyniosła 7,2 mld zł, w tym ponad połowę stanowiły transakcje 3M. Istotny wzrost aktywności banków w tym segmencie rynku w porównaniu z 2021 r. mógł wynikać z ich odmiennych oczekiwań dotyczących kształtowania się w przyszłości stóp procentowych NBP, co znajdowało odzwierciedlenie w przekazywanych przez banki kwotowaniach na potrzeby fixingu wskaźnika WIBOR<sup>277</sup>. Kwotowania wiążące stanowią deklaracje tych uczestników co do oprocentowania, po jakim są oni gotowi (zobowiązani) w

<sup>277</sup> Zgodnie z metodyką kalkulacji wskaźników WIBOR i WIBID uczestnik fixingu przekazuje do administratora dwa rodzaje kwotowań: kwotowanie wiążące oraz, o ile to możliwe, kwotowanie modelowe. Kwotowanie modelowe jest wyznaczone wyłącznie na podstawie danych o oprocentowaniu zawartych przez tego uczestnika w dniu poprzedzającym fixing odpowiednich transakcji na rynku bazowym (lokaty od innych banków) lub rynkach powiązanych (lokaty od innych instytucji finansowych). Jeśli bank ma możliwość wyznaczenia kwotowania modelowego, to przekazuje administratorowi zarówno takie kwotowanie modelowe, jak i kwotowanie wiążące. W takiej sytuacji administrator do kalkulacji wskaźnika wykorzystuje tylko kwotowanie modelowe, którego nie dotyczy obowiązek zawierania transakcji w oknie transakcyjnym, ma on jednak zastosowanie do kwotowania wiążącego przekazanego w tym samym dniu. Jeśli bank nie może wyznaczyć w danym dniu kwotowania modelowego (tj. nie zawarł dzień wcześniej żadnej transakcji na rynkach bazowym lub powiązanych), to administrator do kalkulacji wskaźników WIBOR i WIBID wykorzystuje kwotowanie wiążące tego banku.

danym dniu złożyć depozyt lub udzielić pożyczki innemu uczestnikowi fixingu w trakcie tzw. okna transakcyjnego, tj. w ciągu 15 minut po fixingu. Każdy z banków określa szczegóły metodyki wyznaczania kwotowania wiążącego, która zgodnie z rekomendacją administratora – GPW Benchmark – powinna składać się z bazy kwotowania wiążącego (wyznaczonej na podstawie czynników ilościowych, m.in. kwotowań i cen instrumentów rynku pieniężnego) oraz uznaniowej korekty bazy kwotowania wiążącego. Odmienne parametry tej metody stosowane przez różne banki mogą zatem prowadzić, szczególnie w okresie mocno zróżnicowanych oczekiwań na zmiany stóp procentowych, do istotnych rozbieżności w kwotowaniach wiążących poszczególnych uczestników fixingu w danym dniu.

**Wykres 5.1.7.** Średnia dzienna liczba transakcji zawartych na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w okresie I kwartał 2014 r. – IV kwartał 2022 r.



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych z systemu SORBNET2.

Zróżnicowane oczekiwania co do skali podwyżek stóp procentowych NBP oraz przypisywanie różnych wag do napływających z rynku informacji, wykorzystywanych w modelach wyznaczania kwotowań wiążących uczestników fixingu, stwarzały możliwości przeprowadzania arbitrażu. Prawdopodobnie prowadziło to do sytuacji, w których kwotowania WIBID niektórych banków reagowały szybciej i były na tyle wysokie, lub kwotowania WIBOR innych banków reagowały wolniej i były na tyle niskie, że skłaniały pozostałych uczestników fixingu do, odpowiednio, składania w tych bankach lokat lub pożyczania od nich środków w trakcie okna transakcyjnego. Potwierdzają to dane z systemu SORBNET2, które wskazują, że kontrahentami w prawie wszystkich zawartych w 2022 r. transakcjach o terminach 1M–1Y byli uczestnicy fixingu wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID.

Ponadprzeciętna aktywność uczestników fixingu w segmencie transakcji o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności w 2022 r. zwiększyła transakcyjność wyznaczanych w tym okresie wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID dla wspomnianych tenorów. Transakcje zawierane przez banki w danym dniu stanowiły bowiem podstawę wyznaczenia przez nie kwotowań modelowych, które były przekazywane na potrzeby fixingu wskaźników WIBOR i WIBID w dniu następnym. Najmniej transakcji o terminach od 1M do 1Y zawarto w III kwartale

2022 r. Spadek aktywności banków w tym segmencie rynku w okresie wrzesień–październik mógł wynikać z mniej zróżnicowanych niż w pozostałych kwartałach 2022 r. oczekiwań uczestników rynku dotyczących zmian stóp procentowych NBP.

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 KDPW<sup>278</sup>. Średnia dzienna wartość zaciągniętego w 2022 r. przez banki kredytu technicznego zmalała o 5% w porównaniu z 2021 r. i wyniosła 74 mld zł. Zabezpieczenie kredytu technicznego stanowiły przede wszystkim obligacje skarbowe (85% wartości).

Stawka POLONIA<sup>279</sup> oraz wskaźnik WIBOR O/N utrzymywały się w przedziale wahań wyznaczonym przez stopy procentowe NBP – depozytową i lombardową (wykres 5.1.8). W porównaniu z 2021 r. o 22% wzrosła średnia wartość transakcji zawieranych między bankami uczestniczącymi w fixingu stawki POLONIA (wykres 5.1.9). W fixingu tym w 2022 r. uczestniczyło 19 banków, podobnie jak rok wcześniej. Ich transakcje stanowiły 74% wartości wszystkich lokat O/N zawartych między bankami będącymi uczestnikami systemu płatności SORBNET2. W analizowanym okresie odnotowano cztery dni, w których nie zawarto ani jednej transakcji O/N między uczestnikami fixingu stawki POLONIA. W tych dniach, zgodnie z regulaminem tego fixingu, obowiązywały stawki wyznaczone poprzedniego dnia.

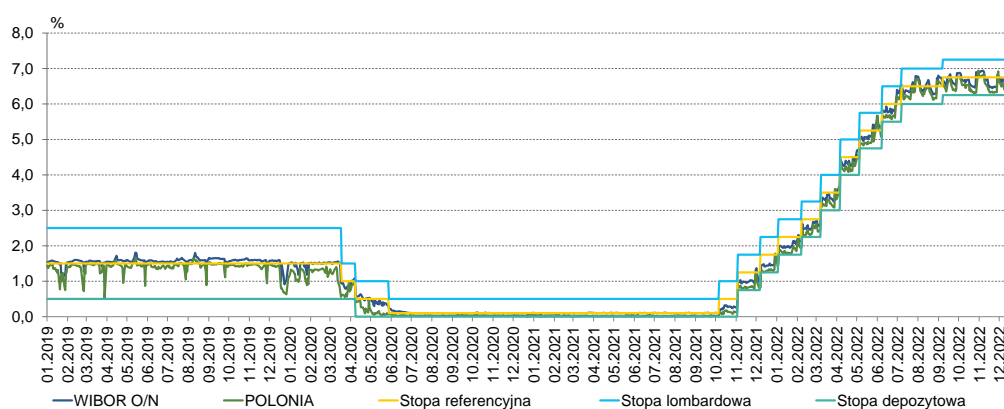
W 2022 r. nie zmieniła się liczba uczestników fixingu wskaźników WIBOR i WIBID. Kwotowania na potrzeby ich wyznaczania przekazywało dziesięć banków. Jednocześnie zintensyfikowano działania mające na celu wypracowanie wskaźnika alternatywnego dla WIBOR, co w przyszłości pozwoli na odejście od stosowania wskaźników WIBOR i WIBID oraz zastąpienie ich w umowach i instrumentach finansowych wskaźnikiem bazującym na stawce *risk-free*, podobnie jak miało to miejsce w innych jurysdykcjach (ramka 5.1.1).

---

<sup>278</sup> 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.).

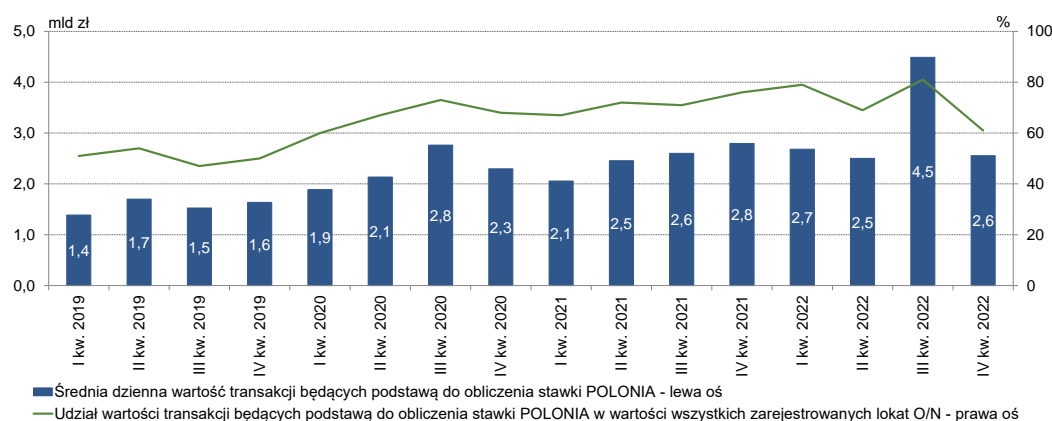
<sup>279</sup> Stawka POLONIA (Polish Overnight Index Average) jest publikowana każdego dnia roboczego o godzinie 17.00 w serwisie informacyjnym Refinitiv oraz na stronie NBP, który odpowiada za jej kalkulację. Stawka ta jest obliczana jako średnie oprocentowanie lokat międzybankowych O/N ważone wartością tych lokat. Bazą do obliczania tej stawki są zawarte między uczestnikami fixingu i skierowane do rozrachunku do godziny 16.30 transakcje, o których jednakowe informacje zostały przekazane przez obie strony transakcji do NBP do godziny 16.45.

**Wykres 5.1.8.** Wskaźnik WIBOR O/N, stawka POLONIA oraz stopy NBP: depozytowa, lombardowa i referencyjna w latach 2019–2022



Źródło: NBP i Refinitiv.

**Wykres 5.1.9.** Średnia dzienna wartość transakcji będących podstawą do obliczenia stawki POLONIA oraz ich udział w wartości wszystkich zarejestrowanych lokat O/N w okresie I kwartał 2019 r. – IV kwartał 2022 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych z systemu SORBNET2.

### Uczestnicy i infrastruktura rynku

Ze względu na niewielką liczbę aktywnych uczestników i lokalny charakter rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych jego płynność w dużym stopniu zależy od transakcji kilku dużych banków. Największą aktywność na tym rynku wykazują podmioty dysponujące silną bazą depozytową i rozwiniętą siecią detaliczną, nadwyżkami płynności oraz banki pełniące funkcję korespondenta dla banków zagranicznych, tj. pośredniczące w realizacji ich płatności w złotych z tytułu transakcji na rynku instrumentów finansowych.

W 2022 r. był kontynuowany wzrost koncentracji obrotów, zwłaszcza wśród banków dostarczających krótkoterminową płynność. Transakcje pięciu najbardziej aktywnych „dawców” płynności stanowiły około 76% wartości obrotów netto. Z kolei analogiczny udział dla pięciu banków pozyskujących płynność wyniósł 79%.

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.

#### **Ramka 5.1.1.** Przygotowanie do likwidacji wskaźników WIBOR oraz zastąpienia go indeksem WIRON w umowach i instrumentach finansowych

WIBOR jest wskaźnikiem referencyjnym stopy procentowej w rozumieniu rozporządzenia BMR<sup>1</sup> i jest powszechnie stosowany w umowach i instrumentach finansowych nominowanych w złotych, tj. m.in. kredytach mieszkaniowych, kredytach konsumpcyjnych, kredytach dla przedsiębiorstw, zmiennokuponowych papierach dłużnych i instrumentach pochodnych stopy procentowej. Wartość tych umów i instrumentów finansowych dla podmiotów z Polski na koniec 2022 r. wyniosła około 4,4 bln zł. Ze względu na tak szeroki zakres wykorzystywania wskaźnika WIBOR na krajowym rynku został on, zgodnie z rozporządzeniem BMR, uznany za wskaźnik referencyjny kluczowy dla Polski.

Potrzeba opracowania bazującego na stawce *risk-free* indeksu alternatywnego dla wskaźnika WIBOR i stopniowego uporządkowanego zastępowania go takim indeksem wynika z realizacji rekomendacji organizacji międzynarodowych dotyczących odchodzenia od wskaźników typu IBOR na świecie, strukturalnych uwarunkowań krajowego rynku transakcji lokacyjnych oraz działań podejmowanych w innych jurysdykcjach. Zapowiedziana w kwietniu 2022 r. przez Prezesa Rady Ministrów konieczność przejścia na inną niż WIBOR stawkę była bodźcem do zintensyfikowania prac GPW Benchmark nad opracowaniem indeksów, które mogłyby pełnić funkcje wskaźników alternatywnych dla wskaźnika WIBOR. W lipcu 2022 r. powołano przy KNF Narodową Grupę Roboczą ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR), której celem jest przygotowanie „mapy drogowej” oraz harmonogramu działań służących sprawnemu i płynnemu zastąpieniu wskaźnika WIBOR przez nowy wskaźnik referencyjny<sup>2</sup>.

#### **Prace Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych**

Prace NGR są prowadzone w ramach strumieni tematycznych zajmujących się konkretnymi zagadnieniami związanymi z zamianą wskaźników referencyjnych, takimi jak wybór indeksu, który będzie pełnił funkcję wskaźnika alternatywnego dla wskaźnika WIBOR, przeprowadzenie konwersji istniejących umów i instrumentów finansowych na nowy indeks, przygotowanie rekomendacji stosowania nowego indeksu w nowych produktach i instrumentach finansowych czy przygotowanie zamiany wskaźnika WIBOR od strony legislacyjnej. W pracach NGR uczestniczą przedstawiciele sektora bankowego oraz innych uczestników rynku i interesariuszy wskaźników WIBOR i WIBID, GPW Benchmark, a także przedstawiciele instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego. Prace te są nadzorowane i koordynowane przez Komitet Sterujący, w skład którego wchodzi: KNF, MF, NBP, BFG i PFR, dwóch przedstawicieli sektora bankowego oraz przedstawicieli GPW Benchmark<sup>3</sup>.

Pierwszym i najważniejszym zadaniem NGR było dokonanie wyboru indeksu, który miałby pełnić funkcję wskaźnika alternatywnego dla wskaźnika WIBOR. W maju 2022 r., tj. jeszcze przed powołaniem NGR, spółka GPW Benchmark opublikowała dokument konsultacyjny „Transakcyjne Wskaźniki Referencyjne Stopy Procentowej” i tym samym rozpoczęła konsultacje publiczne dotyczące wyboru takiego indeksu<sup>4</sup>. W dokumencie tym opublikowano zasady kalkulacji trzech indeksów transakcyjnych: WRR, WIRF oraz WIRD (którego nazwę zmieniono później na WIRON) wraz z uzasadnieniem przyjętych parametrów oraz porównaniem do rozwiązań przyjętych na rynkach zagranicznych. Opisane w nim zostały m.in.: rynki bazowe indeksów, warunki przekazywania danych wejściowych, rozkłady stóp procentowych, metodyki wraz z doбором parametrów, uzasadnieniem i wyjaśnieniem stosowanych korekt, procedury awaryjnej kalkulacji (*fallback*), czy też analiza poziomów zmienności. Równoległe GPW Benchmark rozpoczęła także publikację wspomnianych indeksów w wersji testowej. Podsumowanie konsultacji zostało opublikowane w

sierpniu 2022 r.<sup>5</sup> i w tym samym czasie rozpoczęła się publikacja indeksów terminowych, bazujących na indeksach WRR, WIRF oraz WIRD (WIRON).

Na podstawie wyników konsultacji oraz dodatkowych analiz Komitet Sterujący NGR we wrześniu 2022 r. zdecydował, że funkcję alternatywnego wskaźnika referencyjnego dla wskaźnika WIBOR<sup>6</sup> będzie pełnił indeks WIRD (WIRON). O wyborze tego indeksu zadecydowała m.in. ocena zasobu informacyjnego związanego z liczbą transakcji i ich wartością, ryzyka nieustalenia indeksu w poszczególnych dniach oraz terminu publikacji indeksu, który powinien odpowiadać potrzebom uczestników rynku finansowego.

### **Indeks WIRON i indeksy składane WIRON**

#### **Indeks WIRON**

WIRON jest indeksem O/N wyznaczanym wyłącznie na podstawie danych o oprocentowaniu depozytów jednodniowych, które są w dniu poprzedzającym dzień kalkulacji tego indeksu przyjmowane przez banki od innych banków, niebankowych instytucji finansowych oraz dużych przedsiębiorstw. Dane te są dostarczane przez dziewięć banków do administratora, który oblicza indeks jako średnią stopę procentową, ważoną wartością transakcji, po zastosowaniu korekty dwustronnej, tj. odcięciu 25% górnej i dolnej wartości rozkładu.

Na potrzeby kalkulacji WIRON przekazywane są wyłącznie dane o transakcjach o wartości nie mniejszej niż 1 mln zł oraz nie większej niż ustalany co roku poziom górnego progu wolumenowego (na koniec 2022 r. były to 2 mld zł). Indeks WIRON w danym dniu jest wyznaczany, jeśli łączna wartość transakcji, o których dane są przekazywane do administratora, jest nie mniejsza niż 1 mld zł i zostały one przekazane przez minimum trzy banki, a także jeśli udział transakcji pojedynczego podmiotu przekazującego dane w łącznej dziennej wartości zakwalifikowanych transakcji nie przekraczał 75%. W metodyce kalkulacji indeksu WIRON przewidziano także procedury ograniczające ryzyko koncentracji. W przypadku niespełnienia któregokolwiek z powyższych warunków na potrzeby kalkulacji indeksu ma zastosowanie tzw. procedura *fallback*, polegająca na wyznaczeniu indeksu jako sumy stopy referencyjnej NBP z danego dnia oraz średniego spreadu między stopą referencyjną NBP a indeksem WIRON z pięciu poprzednich dni roboczych.

#### **Indeksy WIRON Stopa Składana**

Jedno z głównych wyzwań związanych z procesem zamiany wskaźników referencyjnych w Polsce wynika z tego, że WIRON jest indeksem O/N, a wskaźniki WIBOR mają strukturę terminową. Wobec tego niezbędne było opracowanie dla rodziny indeksów WIRON metody wyznaczania struktury terminowej, która umożliwiłaby zastosowanie ich w umowach i instrumentach finansowych, w tym w kredytach mieszkaniowych, obligacjach zmiennokuponowych oraz instrumentach pochodnych stopy procentowej. Jedno z dwóch zaproponowanych przez administratora rozwiązań polega na wyznaczeniu bazujących na indeksach WIRON indeksów mających określone (predefiniowane) terminy, tj. indeksów WIRON Stopa Składana.

Indeksy WIRON Stopa Składana są wyznaczane jako procent składany z indeksów WIRON obserwowanych w danym okresie obserwacji, poprzedzającym dzień ich wyznaczania, według wzoru:

$$WIRON \text{ Stopa Składana} = \left[ \prod_{i=1}^{bd} \left( 1 + \frac{r_i a_i}{365} \right) - 1 \right] \frac{365}{n}$$

*bd* – liczba dni roboczych w okresie obserwacji (włącznie z datą początkową, ale bez daty końcowej);

*i* – indeks od 1 do *bd*;

*n* – liczba dni kalendarzowych w okresie obserwacji (włącznie z datą początkową, ale bez daty końcowej);

*r<sub>i</sub>* – indeks WIRON wyznaczony w dniu *i*;

*a<sub>i</sub>* – liczba dni kalendarzowych, przez które obowiązywał indeks WIRON wyznaczony w dniu *i*.



Zgodnie z koncepcją procentu składanego i przedstawionym wzorem wyznaczenie indeksu WIRON Stopa Składana dla danego okresu jest możliwe dopiero na jego koniec, podczas gdy wskaźnik WIBOR dla analogicznego okresu (np. 1M lub 3M) jest znany już na jego początku. Indeksy WIRON Stopa Składana są wyznaczane dla terminów 1M, 3M oraz 6M i publikowane na stronie GPW Benchmark.

### WIRON Indeks Jednostawowy

Alternatywą wobec stosowania indeksów WIRON Stopa Składana na predefiniowane terminy jest samodzielne wyznaczenie procentu składanego na dowolny okres z obserwowanych w tym okresie indeksów WIRON przez zastosowanie WIRON Indeksu Jednostawowego. Taka metoda wyznaczania odsetek jest powszechnie stosowana na rynkach zagranicznych w instrumentach finansowych.

Indeks jednostawowy jest wyrażony w punktach indeksowych i reprezentuje wartość inwestycji odnawianej każdego dnia, w którym kalkulowany jest indeks, z kapitalizacją odsetek liczoną zgodnie ze stopą zwrotu równą indeksowi WIRON w danym dniu. Indeks jednostawowy jest naliczany od daty startowej, w której przyjmuje wartość 100. W przypadku indeksu jednostawowego WIRON datę startową ustalono na 2 stycznia 2019 r. Indeks w danym dniu  $i$  jest wyznaczany jako suma indeksu jednostawowego z poprzedniego dnia ( $i - 1$ ) oraz wartości narosłych odsetek odpowiadających złożeniu jednostawowej lokaty w dniu  $i - 1$ , co odzwierciedla wzór:

$$CI_i = CI_{i-1} * \left(1 + \frac{r_{i-1} * a_{i-1}}{365}\right)$$

$CI_i$  – wartość WIRON Indeksu Jednostawowego w dniu  $i$ ;

$r_{i-1}$  – indeks WIRON w dniu  $i - 1$ ;

$a_{i-1}$  – liczba dni kalendarzowych, przez które obowiązywał indeks WIRON wyznaczony w dniu  $i - 1$ .

Taka formuła obliczania indeksu jednostawowego pozwala na wyznaczenie procentu składanego z indeksu WIRON dla dowolnego okresu obserwacji przez zastosowanie następującego wzoru:

$$WIRON_{y-x} = \left(\frac{CI_y}{CI_x} - 1\right) * \frac{365}{d}$$

$WIRON_{y-x}$  – stopa składana z indeksów WIRON dla okresu o dacie początkowej  $x$  oraz dacie końcowej  $y$ ;

$CI_y$  – wartość WIRON Indeksu Jednostawowego w dacie końcowej  $y$ ;

$CI_x$  – wartość WIRON Indeksu Jednostawowego w dacie początkowej  $x$ ;

$d$  – liczba dni kalendarzowych między datą  $x$  a datą  $y$ .

W grudniu 2022 r. GPW Benchmark opublikowała zgodną z wymogami rozporządzenia BMR dokumentację zarówno indeksów WIRON, jak i indeksów składanych WIRON, w której szczegółowo opisała zasady wyznaczania oraz publikacji tych indeksów. Wejście w życie tej dokumentacji umożliwia stosowanie wspomnianych indeksów jako wskaźników referencyjnych w rozumieniu rozporządzenia BMR<sup>7</sup>.

### Mapa drogowa zamiany wskaźników oraz kroki milowe

27 września 2022 r. Komitet Sterujący NGR zaakceptował przygotowaną w ramach grupy tzw. mapę drogową zamiany wskaźników referencyjnych<sup>8</sup>. Dokument ten zakłada m.in., że do końca 2023 r.:

- nastąpi weryfikacja, czy wystąpiło zdarzenia regulacyjne, które umożliwi ustawowe wskazanie zamiennika dla wskaźnika WIBOR,
- ISDA opublikuje zmiany w ISDA 2021 *Definitions* oraz w ISDA *IBOR Fallback Protocol*,
- będzie prowadzona kampania informacyjna na temat zamiany wskaźników,
- oferowane będą produkty bazujące na WIRON, w tym kredyty,



- będą prowadzone prace związane z dostosowaniem systemów informatycznych, procedur wewnętrznych oraz wzorów umów, tak aby osiągnąć pełną gotowość operacyjną do oferowania klientom wszystkich typów produktów finansowych, w których stosowany byłby indeks WIRON.

W dalszej kolejności mają być budowane portfele kredytów bazujących na WIRON, a także rozpocznie się emisja opartych na WIRON skarbowych oraz nieskarbowych papierów dłużnych. Równolegle mają toczyć się prace nad utworzeniem płynnego rynku transakcji OIS wraz z możliwością rozliczania instrumentów pochodnych na WIRON w CCP. Zgodnie z założeniami mapy drogowej wskaźniki WIBOR i WIBID mają przestać być kalkulowane i publikowane w 2025 r.

<sup>1</sup> Rozporządzenie PE 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.).

<sup>2</sup> Informacje o powołaniu oraz celach NGR dostępne pod adresem: [https://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/Wskazniki\\_referencyjne/aktualnosci?articleId=78953&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=78953&p_id=18).

<sup>3</sup> Skład Komitetu Sterującego NGR dostępny pod adresem: [https://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/Wskazniki\\_referencyjne/prace\\_grupy](https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/prace_grupy).

<sup>4</sup> Dokument konsultacyjny dostępny na stronie GPW Benchmark pod adresem: [https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci\\_czytaj?cmn\\_id=1798&title=Dokument+Konsultacyjny+%E2%80%9Etransakcyjne+Wska%C5%BAniki+Referencyjne+Stopy+Procentowej%E2%80%9D](https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci_czytaj?cmn_id=1798&title=Dokument+Konsultacyjny+%E2%80%9Etransakcyjne+Wska%C5%BAniki+Referencyjne+Stopy+Procentowej%E2%80%9D).

<sup>5</sup> Podsumowanie konsultacji publicznych dostępne na stronie GPW Benchmark pod adresem: [https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci\\_czytaj?cmn\\_id=1870&title=Podsumowanie+Konsultacji+Publicznych+GPWB+i+publikacja+indeks%C3%B3w+terminowych](https://gpwbenchmark.pl/aktualnosci_czytaj?cmn_id=1870&title=Podsumowanie+Konsultacji+Publicznych+GPWB+i+publikacja+indeks%C3%B3w+terminowych)<sup>6</sup> Dokument konsultacyjny dostępny pod adresem: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro\\_banking\\_and\\_finance/documents/2021-chf-libor-rate-document\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro_banking_and_finance/documents/2021-chf-libor-rate-document_en.pdf).

<sup>6</sup> Komunikat dostępny pod adresem: [https://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/Wskazniki\\_referencyjne/aktualnosci?articleId=79459&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=79459&p_id=18).

<sup>7</sup> Dokumentacja indeksów WIRON oraz indeksów składanych WIRON dostępna na stronie GPW Benchmark pod adresem: <https://gpwbenchmark.pl/dokumentacja-indeksow-transakcyjnych>.

<sup>8</sup> Podsumowanie mapy drogowej przyjętej przez Komitet Sterujący NGR dostępne pod adresem: [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/mapa\\_drogowa\\_procesu\\_zastapienia\\_wskaznikow\\_referencyjnych\\_79725.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/mapa_drogowa_procesu_zastapienia_wskaznikow_referencyjnych_79725.pdf).

### 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 w różnych walutach. Sprzedaż obcej waluty w wymianie początkowej, a następnie jej obowiązkowe odkupienie w wymianie końcowej umożliwiają pozyskanie złotych na czas określony w warunkach transakcji. Odwrotna transakcja pozwala natomiast pozyskać waluty obce na ustalony okres.

#### Wielkość i uczestnicy rynku

Dane NBP oraz BIS wskazują, że wartość średnich dziennych obrotów netto na globalnym rynku *fx swap* złotego w kwietniu 2022 r. wyniosła około 30 mld USD (wzrost o około 37% w porównaniu z kwietniem 2019 r.). Zdecydowaną większość operacji *fx swap* z udziałem złotego realizowano na rynku *offshore*, tj. w transakcjach między nierezydentami (tabela 5.1.4). 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 20% wartości obrotów na globalnym rynku takich transakcji z udziałem złotego.

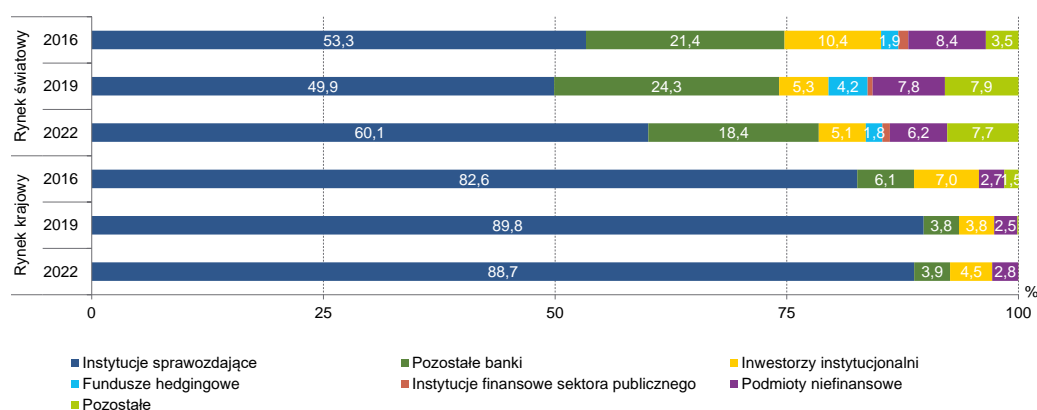
**Tabela 5.1.4.** Średnie dzienne obroty na globalnym rynku *fx swap* złotego w kwietniu 2016, 2019 i 2022 r. (w mln USD)

	2016	2019	2022
<b>Globalny rynek <i>fx swap</i> złotego, z czego:</b>	<b>18 042</b>	<b>21 890</b>	<b>30 022</b>
- rynek krajowy	3 627	3 935	6 269
- rynek <i>offshore</i>	14 415	17 955	23 753

Źródło: dane BIS i NBP.

Wzrost obrotów na globalnym rynku *fx swap* złotego odnotowano przede wszystkim w segmencie międzybankowym (wykres 5.1.10). Średnia dzienna wartość transakcji zawartych między bankami w kwietniu 2022 r. wyniosła 23,5 mld USD, co stanowiło niecałe 80% obrotów netto na tym rynku. W tym samym okresie inwestorzy instytucjonalni (m.in. fundusze inwestycyjne i zakłady ubezpieczeń) zawarli z bankami transakcje *fx swap* z udziałem złotego o średniej dziennej wartości około 1,5 mld USD, a fundusze hedgingowe – 0,5 mld USD. Średnia dzienna wartość transakcji zrealizowanych w ramach usługi *prime brokerage*, z której korzystają głównie wspomniane niebankowe instytucje finansowe, nie zmieniła się istotnie w stosunku do kwietnia 2019 r. i wyniosła ponad 1,8 mld USD, co stanowiło około 6% obrotów netto.

**Wykres 5.1.10.** Struktura podmiotowa obrotów netto na światowym i krajowym rynku *fx swap* złotego w kwietniu 2016, 2019 i 2022 r.



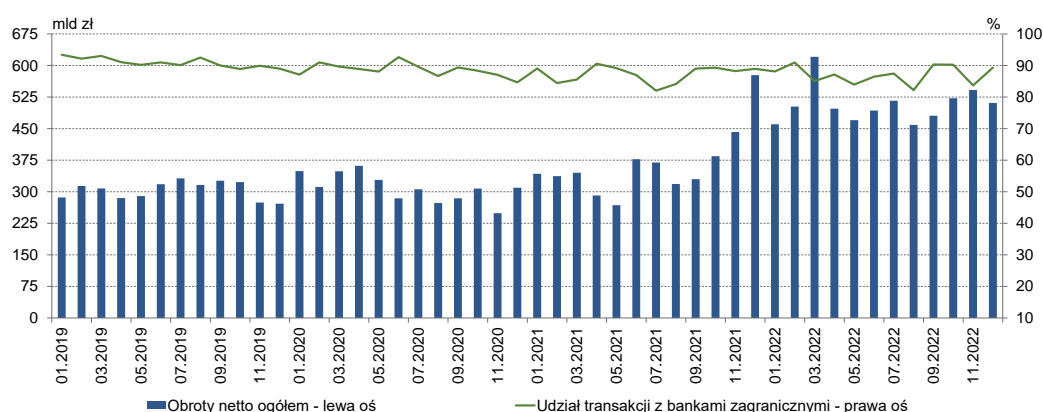
Uwagi: wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości, wykres przedstawia strukturę podmiotową kontrahentów transakcji zawartych przez instytucje sprawozdające.

Źródło: opracowano na podstawie publikacji *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* z 2016, 2019 oraz 2022 r.

W 2022 r. średnia dzienna wartość transakcji na krajowym rynku *fx swap* złotego wzrosła i wyniosła 26,6 mld zł, tj. o 39% więcej niż w 2021 r. Swap walutowy był najbardziej płynnym instrumentem międzybankowego rynku pieniężnego w Polsce. W analizowanym okresie znacząco

(o 40%) wzrosła skala transakcji *fx swap* zawartych przez banki krajowe z innymi bankami, przede wszystkim zagranicznymi. Średnia dzienna wartość takich operacji wyniosła 24,1 mld zł (wykres 5.1.11).

**Wykres 5.1.11.** Miesięczne obroty netto na międzybankowym rynku *fx swap* złotego w Polsce w latach 2019–2022



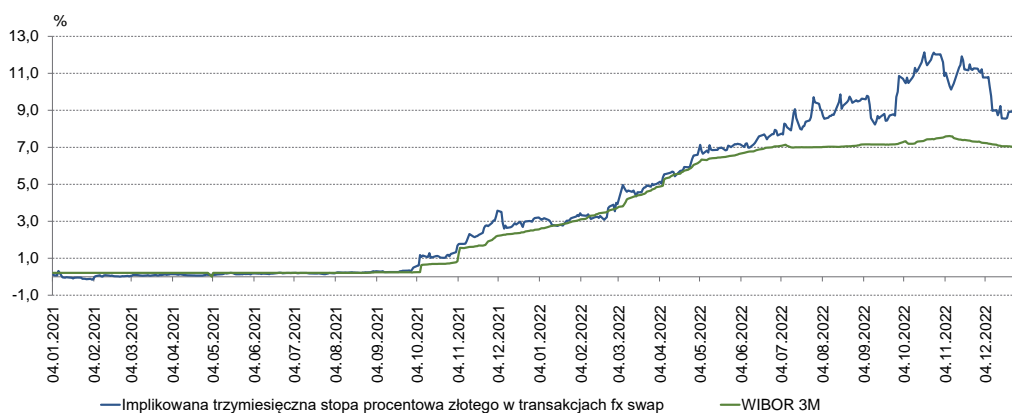
Uwagi: obroty netto – miesięczna wartość nominalnych kwot transakcji po wyeliminowaniu efektu podwójnej sprawozdawczości. Przedstawione wartości obejmują jedynie te transakcje, w których jedną z walut był złoty.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Istotny wpływ na wzmożoną aktywność uczestników tego rynku miały ich duża niepewność w związku z agresją Rosji na Ukrainę oraz zróżnicowane oczekiwania co do polityki pieniężnej poszczególnych banków centralnych. Skłaniało to niektóre banki do zwiększenia skali transakcji o charakterze spekulacyjnym, a podmioty niebankowe do zabezpieczania wartości przyszłych przepływów finansowych za pomocą transakcji terminowych, w tym syntetycznych operacji *forward*, będących złożeniami swapów walutowych i transakcji kasowych. Ponadto decyzje podjęte przez RPP przełożyły się na zwiększenie dysparytetu stóp procentowych między Polską a gospodarkami wysokorozwiniętymi (np. Stanami Zjednoczonymi i strefą euro), co wraz z rosnącymi w pierwszych trzech kwartałach 2022 r. oczekiwaniami dotyczącymi dalszych podwyżek stóp procentowych w Polsce, skutkującymi gwałtownym wzrostem implikowanego oprocentowania złotego w transakcjach *fx swap*, zwiększało atrakcyjność strategii *carry trade* (wykres 5.1.12).

Średnia dzienna wartość transakcji *fx swap* z udziałem złotego na krajowym rynku klientowskim nie zmieniła się istotnie z poprzednim rokiem i w 2022 r. wyniosła 1,4 mld zł. Kontrahentami banków były głównie krajowe fundusze inwestycyjne, które wykorzystywały transakcje *fx swap* do finansowania portfeli aktywów nominowanych w walutach obcych.

**Wykres 5.1.12.** Trzymiesięczna stopa procentowa w złotych implikowana z rynku swapów walutowych oraz wskaźnik WIBOR 3M w latach 2021–2022

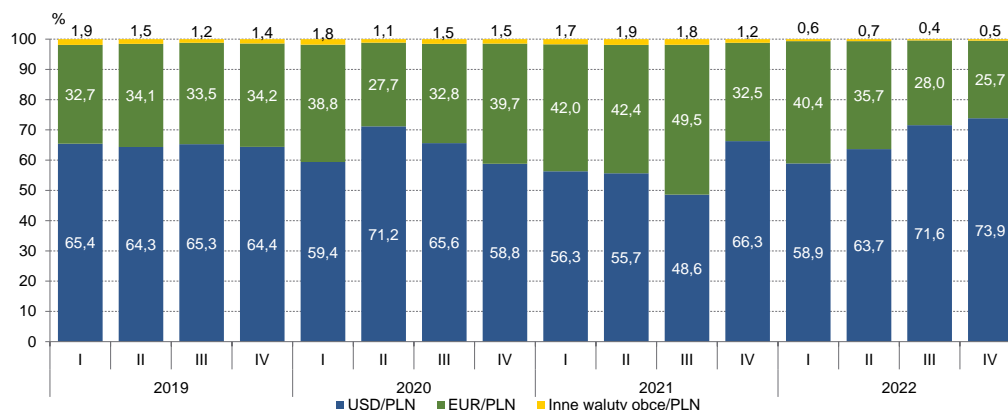


Źródło: opracowano na podstawie danych Refinitiv.

### Struktura rynku

W strukturze walutowej zawartych na rynku krajowym operacji *fx swap* złotego, tak jak w poprzednich latach, przeważały operacje wymiany USD/PLN – w 2022 r. ich udział wyniósł około 67% (wykres 5.1.13). 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 2022 r. średnia dzienna wartość transakcji *fx swap* USD/PLN wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem o ponad 60% do 17,8 mld zł, co odpowiadało 66,9% udziału tej pary walutowej w strukturze walutowej obrotów na krajowym rynku swapów walutowych. Do wspomnianego wzrostu przyczyniła się m.in. silna deprecjacja złotego względem dolara amerykańskiego w 2022 r. (około 15% w ujęciu średniorocznym). Ponadto restrykcyjna polityka pieniężna Rezerwy Federalnej zwiększała relatywną atrakcyjność inwestycji nominowanych w dolarach amerykańskich względem postrzeganego ryzyka inwestycyjnego, co mogło skłaniać niektórych uczestników rynku do większego zaangażowania w aktywa nominowane w tej walucie. W tym samym okresie wartość transakcji *fx swap* EUR/PLN zwiększyła się o około 10%, co przełożyło się na spadek udziału tej pary walutowej w strukturze walutowej obrotów na krajowym rynku *fx swap* złotego do 32,5%. Banki krajowe nadal zawierały transakcje EUR/PLN w związku z niskim kosztem pozyskiwania euro na rynku pieniężnym tej waluty, związanym z utrzymywaniem przez EBC niskich stóp procentowych.

**Wykres 5.1.13.** Struktura walutowa obrotów na krajowym rynku *fx swap* w latach 2019–2022

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.

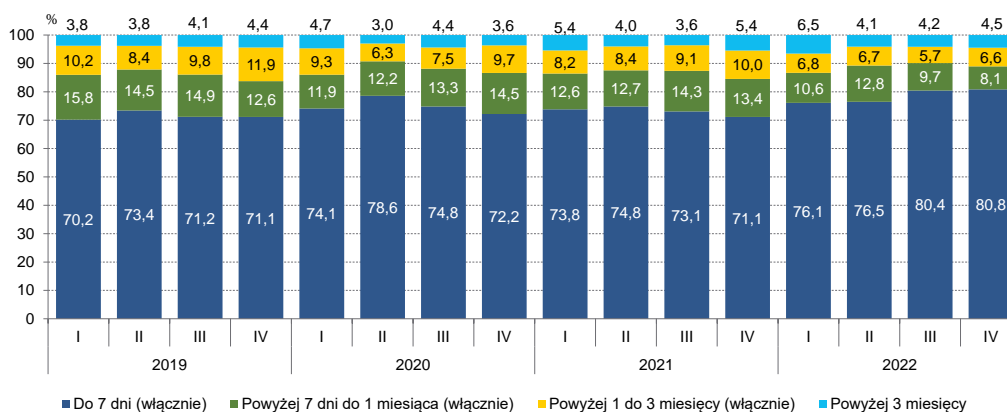
Na krajowym międzybankowym rynku transakcji *fx swap* realizowano również operacje bez udziału złotego. Średnia dzienna wartość takich transakcji wyniosła 10,6 mld zł i była o prawie 50% większa niż w 2021 r. Banki krajowe wykorzystywały wspomniane operacje (głównie EUR/USD) przede wszystkim w wymianach 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.

Krajowy rynek *fx swap* złotego charakteryzował się dużym udziałem transakcji o najkrótszych terminach zapadalności. W 2022 r. operacje o pierwotnym terminie do tygodnia włącznie stanowiły około 79% wartości obrotów netto (wykres 5.1.14). Taka struktura terminowa transakcji była determinowana strategią zarządzania płynnością walutową. 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 terminu zakończenia inwestycji oraz w zarządzaniu ryzykiem walutowym, wynikającym z ich zaangażowania na krajowym rynku finansowym.

Swapy walutowe o terminach zapadalności powyżej siedmiu dni do jednego miesiąca odpowiadały za około 10% 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 także 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.

**Wykres 5.1.14.** Struktura terminowa obrotów na rynku *fx swap* w Polsce w latach 2019–2022



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.

### Infrastruktura rynku

Zgodnie z wynikami badania BIS banki krajowe ustalały warunki operacji *fx swap* najczęściej bezpośrednio z kontrahentami. Transakcje zawarte z wykorzystaniem elektronicznych systemów konwersacyjnych (takich jak Refinitiv lub Instant Bloomberg) i przez telefon stanowiły, 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). Elektroniczne platformy transakcyjne (zarówno prowadzone przez pojedyncze banki, jak i międzybankowe systemy automatycznie kojarzące oferty kupna i sprzedaży) były wykorzystywane relatywnie rzadziej – w kwietniu 2022 r. banki krajowe zawarły za ich pomocą niecałe 20% swapów walutowych. Standardowymi kwotami transakcji *fx swap* złotego o terminie zapadalności do siedmiu dni były 50 lub 100 mln USD, a dla swapów walutowych o dłuższych terminach zapadalności 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<sup>280</sup>. 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 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 Agreement<sup>281</sup>, 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 transakcji warunkowych różnią się tylko warunkami przekazywania pożytków od papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenie, zasadami substytucji tego zabezpieczenia oraz oznaczeniem w KDPW, które nie ma wpływu na ich ekonomiczny charakter. Ponadto w przypadku operacji *repo* jej strony mogą 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 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**

W 2022 r. średnia dzienna wartość transakcji warunkowych zawartych na rynku krajowym istotnie wzrosła i wyniosła około 19,9 mld zł (wobec 12,4 mld zł w poprzednim roku). Zwiększenie aktywności zaobserwowano w przypadku zarówno dominujących na krajowym rynku operacji warunkowych transakcji SBB (17,4 mld zł w 2022 r. wobec 10,3 mld zł w 2021 r.), jak i transakcji *repo*, których średnia dzienna wartość wzrosła z 2,1 mld zł w 2021 r. do 2,5 mld zł w 2022 r. (wykres 5.1.15). W strukturze podmiotowej obrotów na rynku transakcji SBB nadal wyraźnie przeważały

---

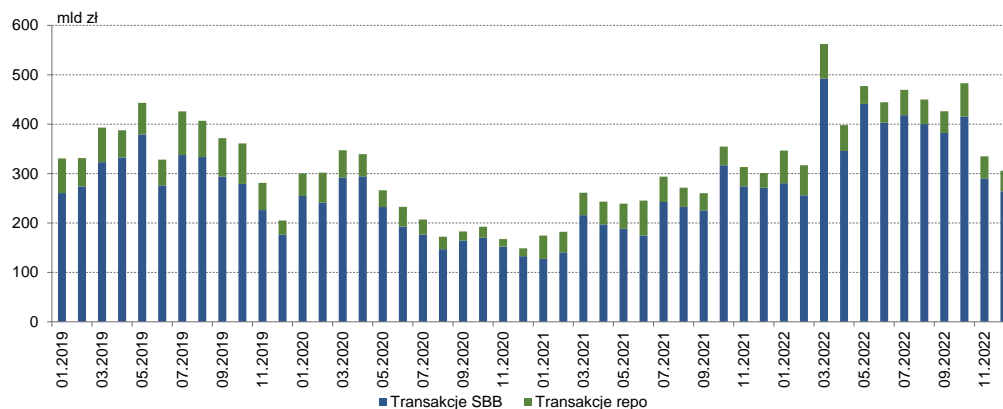
<sup>280</sup> Ze względu na rodzaj zabezpieczenia rozróżnia się dwa rodzaje transakcji *repo*: *general collateral* oraz *specific collateral*. W transakcjach *general collateral* zabezpieczenie stanowią instrumenty z określonego koszyka papierów wartościowych spełniających ustalone kryteria (np. obligacje skarbowe danego państwa), natomiast w transakcjach *specific collateral* zabezpieczenie jest ściśle określone (np. obligacje danej serii o konkretnym kodzie ISIN).

<sup>281</sup> 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](http://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011/GMRA-2011/GMRA%202011_2011.04.20_formular.pdf).



operacje, w których kontrahentami banków krajowych były niekredytowe instytucje finansowe.

**Wykres 5.1.15.** Miesięczne obroty netto na krajowych rynkach SBB i *repo* w latach 2019–2022



Źródło: opracowano na podstawie danych NBP, KDPW oraz MF.

Średnie dzienne obroty na rynku klientowskim transakcji warunkowych w 2022 r. wyniosły 11,7 mld zł i były aż o 56% większe niż w 2021 r. Podobnie jak w poprzednich latach najbardziej aktywne w tym segmencie transakcji warunkowych (głównie SBB) pozostawały fundusze inwestycyjne. Podmioty te wykorzystywały wspomniane operacje przede wszystkim do zarządzania płynnością, tj. pożyczania środków od banków lub lokowania w nich przejściowych nadwyżek. Pokrywanie potrzeb płynnościowych przez zawieranie transakcji SBB ze względu na ograniczone ryzyko kredytowe kontrahenta było łatwiejsze i tańsze niż na rynku pożyczek niezabezpieczonych. Szczególnie silny wzrost aktywności na tym rynku zaobserwowano w marcu 2022 r., co było związane z reakcją uczestników rynku na dokonaną przez Rosję agresję na Ukrainę. Wybuch wojny i towarzyszący jej wzrost niepewności doprowadziły do dużej zmienności cen akcji i surowców oraz przyczyniły się do wzrostu rentowności obligacji. W efekcie w marcu nastąpił najwyższy od dwóch lat odpływ środków z funduszy inwestycyjnych<sup>282</sup>. Mogły one wówczas pozyskiwać na rynku transakcji warunkowych niezbędne środki na wspomniane wypłaty. Ponadto fundusze inwestycyjne używały takich transakcji w strategiach inwestycyjnych (z zastosowaniem dźwigni finansowej). Aktywnym uczestnikiem rynku transakcji warunkowych był KDPW\_CCP, co wynikało z określonych w rozporządzeniu EMIR wymogów w zakresie polityki inwestycyjnej CCP. W 2022 r. na rynku transakcji *repo* i SBB odnotowano także większą niż w poprzednich latach aktywność instytucji ubezpieczeniowych, funduszy emerytalno-rentowych oraz instytucji rządowych i samorządowych.

Średnia dzienna wartości operacji *repo* i SBB zawieranych między bankami krajowymi w analizowanym okresie istotnie wzrosła i w 2022 r. wyniosła 6,4 mld zł, tj. prawie 2,5 razy więcej niż w 2021 r. (wykres 5.1.16). W efekcie udział tego segmentu rynku w obrotach netto na krajowym

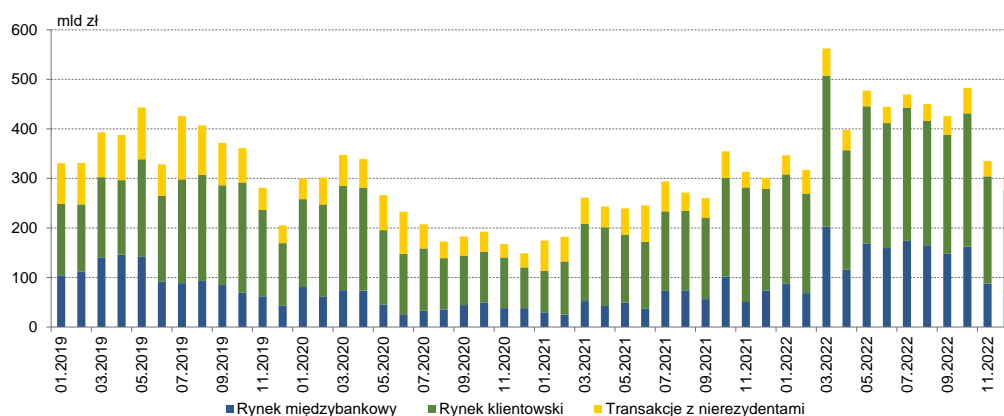
<sup>282</sup> *Aktywa funduszy inwestycyjnych (marzec 2022)*, wspólny raport analizy.pl oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, dostępny pod adresem: <https://www.izfa.pl/download/pobierz/raport-miesieczny-aktywa-marzec-2022>. Zob. także roz. 4.4 niniejszego opracowania.

rynku transakcji warunkowych zwiększył się z 21% w 2021 r. do 32% w 2022 r. Wzrost średnich dziennych obrotów odnotowano zarówno w przypadku transakcji SBB (6,1 mld zł w 2022 r. wobec 2,6 mld zł w 2021 r.), jak i operacji *repo* (0,3 mld zł w 2022 r. wobec 0,03 mld zł w 2021 r.). Był on szczególnie silny w marcu 2022 r., tj. po dokonaniu przez Rosję agresji na Ukrainę. Mogło to mieć związek ze wspomnianą przeceną obligacji skarbowych, która nastąpiła w tym okresie.

W analizowanym okresie istotnie spadła średnia dzienna wartość transakcji warunkowych zawartych z nierezydentami. W 2022 r. wyniosła ona 1,8 mld zł, tj. około 20% mniej niż w roku poprzednim. Spadek aktywności inwestorów zagranicznych na rynku tych operacji mógł wynikać z dalszego, istotnego ograniczania przez banki zagraniczne (głównych zagranicznych kontrahentów banków krajowych na rynku transakcji warunkowych) zaangażowania na krajowym rynku obligacji skarbowych. W efekcie udział transakcji zawieranych z nierezydentami w obrotach netto na krajowym rynku transakcji warunkowych w 2022 r. spadł do 9% (wobec 18% w roku poprzednim).

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 tym rozdziale). Według szacunków bazujących na danych KDPW operacje takie w 2022 r. stanowiły kilka procent wartości całego rynku transakcji warunkowych, w których jako zabezpieczenie były wykorzystywane obligacje skarbowe nominowane w złotych.

**Wykres 5.1.16.** Miesięczne obroty netto na krajowym międzybankowym i klientowskim rynku transakcji warunkowych w latach 2019–2022



Źródło: opracowano na podstawie danych NBP, KDPW oraz MF.

### Struktura rynku

Na krajowym rynku transakcji warunkowych zabezpieczeniem były przede wszystkim skarbowe papiery wartościowe – w 2022 r. wykorzystano je w około 99% transakcji.

W 2022 r., podobnie jak w poprzednich latach, zarówno na rynku międzybankowym, jak i klientowskim dominowały transakcje warunkowe o terminie zapadalności do siedmiu dni (tabela 5.1.5). Ponad połowę wartości tych transakcji stanowiły operacje jednodniowe. Taka struktura

terminowa wynikała z wykorzystywania transakcji warunkowych przede wszystkim do bieżącego zarządzania płynnością przez krajowe instytucje finansowe.

Na strukturę terminową obrotów na krajowym rynku transakcji warunkowych w 2022 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, których wymiana początkowa przypadałaby 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.

**Tabela 5.1.5.** Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku transakcji warunkowych w 2022 r. (w %)

Termin pierwotny	Transakcje ogółem			Rynek międzybankowy		
	SBB	Repo	Razem	SBB	Repo	Razem
O/N	44,2	16,3	40,7	60,6	40,6	59,7
T/N i S/N	8,7	16,3	9,7	11,1	18,1	11,4
Do 1W włącznie (bez O/N, T/N, S/N)	43,3	53,9	44,7	26,6	37,3	27,1
Od 1W do 1M włącznie	3,7	13,0	4,9	1,7	3,8	1,8
Powyżej 1M	0,1	0,5	0,2	0,0	0,2	0,0
<b>Ogółem</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Uwaga: ze względu na zaokrąglenia suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od 100.  
Źródło: NBP.

### Otoczenie prawne oraz infrastruktura rynku

Transakcje *repo* i SBB były zawierane przede wszystkim poza obrotem zorganizowanym (rynek OTC). Kontrahenci ustalali warunki transakcji w elektronicznych systemach konwersacyjnych, telefonicznie lub korzystając z pośrednictwa brokerów głosowych. Rozwojowi tego segmentu rynku transakcji warunkowych sprzyjałoby powszechne stosowanie jednolitego standardu dokumentacji dla tych transakcji przez wszystkie podmioty krajowe.

Operacje *repo* i SBB zabezpieczone obligacjami skarbowymi były także realizowane na elektronicznej platformie Treasury BondSpot Poland (TBSP). W 2022 r. średnia dzienna wartość takich operacji wyniosła 0,6 mld zł (o 0,2 mld zł mniej niż w 2021 r.), co stanowiło około 3% obrotów netto na krajowym rynku transakcji warunkowych. Brak zainteresowania 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 innych rynków finansowych w UE, na których przeważają centralnie rozliczane transakcje *repo*<sup>283</sup>.

Do zwiększenia popularności centralnego rozliczania w Polsce może przyczynić się nowelizacja ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych, wyłączająca z początkiem 2023 r. 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. Ponadto do rozwoju krajowego operacji warunkowych może przyczynić się oferowana przez KDPW\_CCP od kwietnia 2022 r. usługa centralnego rozliczania transakcji *repo* zawieranych na platformie TBSP.

W maju 2022 r. spółka GPW Benchmark rozpoczęła publikację indeksu WRR, wyznaczanego na podstawie oprocentowania transakcji warunkowych zawieranych na termin O/N, a od sierpnia 2022 r. spółka ta publikuje także indeksy składane bazujące na WRR. Rozwój krajowego rynku wspomnianych operacji przyczyniłby się do zwiększenia transakcyjności indeksu WRR, który z czasem mógłby pełnić funkcję wskaźnika alternatywnego dla WIRON.

---

<sup>283</sup> *International Capital Market Association European Repo Market Survey 2022*, marzec 2023 r., s. 22. Opracowanie dostępne pod adresem: <https://www.icmagroup.org/assets/ICMA-European-Repo-Market-Survey-Number-44.pdf>.

## 5.2. Rynek kapitałowy

### 5.2.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku kapitałowego

W 2022 r. krajowy rynek kapitałowy, którego najważniejszymi segmentami są rynek obligacji oraz Główny Rynek GPW (tabela 5.2.1), funkcjonował w warunkach wzrostu niepewności wywołanej agresją Rosji na Ukrainę. Ponadto w związku z rosnącą presją inflacyjną w okresie styczeń–wrzesień RPP ośmiokrotnie podniosła stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną z 1,75% do 6,75%. Pogorszyły się perspektywy wzrostu gospodarczego, a tempo zmian PKB spadło do 2,3% w IV kwartale 2022 r. (z 7,6% rok wcześniej). Uwarunkowania te przyczyniły się do spadku cen zarówno obligacji, jak i akcji notowanych na GPW.

**Tabela 5.2.1.** Wielkość poszczególnych segmentów krajowego rynku kapitałowego w latach 2019–2022 (w mld zł)<sup>1</sup>

	2019	2020	2021	2022
<b>Instrumenty dłużne</b>	<b>848,2</b>	<b>1 097,3</b>	<b>1 177,6</b>	<b>1 223,7</b>
Obligacje Skarbu Państwa	673,6	770,1	813,6	862,9
- obligacje rynkowe	646,1	728,5	756,8	778,3
- obligacje oszczędnościowe	27,6	41,5	56,9	84,6
Obligacje BGK i PFR z gwarancją Skarbu Państwa <sup>2</sup>	7,5	174,4	215,7	223,8
Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw <sup>3</sup>	93,7	85,5	86,5	79,8
Obligacje komunalne	25,2	28,4	30,2	31,6
Długoterminowe bankowe papiery dłużne <sup>4</sup>	36,3	27,9	21,8	18,1
Listy zastawne	11,9	11,0	9,8	7,5
<b>Instrumenty udziałowe</b>	<b>1 113,6</b>	<b>1 088,4</b>	<b>1 331,9</b>	<b>1 128,7</b>
Główny Rynek GPW	1 103,8	1 068,7	1 312,7	1 114,2
NewConnect	9,7	19,8	19,2	14,5

<sup>1</sup> W przypadku instrumentów dłużnych wielkość poszczególnych segmentów rynku kapitałowego jest mierzona wartością tych instrumentów w obiegu, a instrumentów udziałowych – kapitalizacją spółek krajowych i zagranicznych notowanych na Głównym Rynku GPW oraz platformie NewConnect.

<sup>2</sup> Do obligacji objętych z mocy ustawy gwarancją Skarbu Państwa zaliczono krajowe obligacje BGK emitowane na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego, na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz na rzecz Funduszu Pomocy, a także obligacje PFR emitowane w ramach rządowego programu Tarcz Finansowych.

<sup>3</sup> Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

<sup>4</sup> Dane obejmują wyłącznie obligacje i bankowe papiery wartościowe nominowane w złotych i w walutach obcych, wyemitowane w Polsce przez banki krajowe. W obrocie na rynku krajowym znajdowały się także obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz instytucji kredytowych.

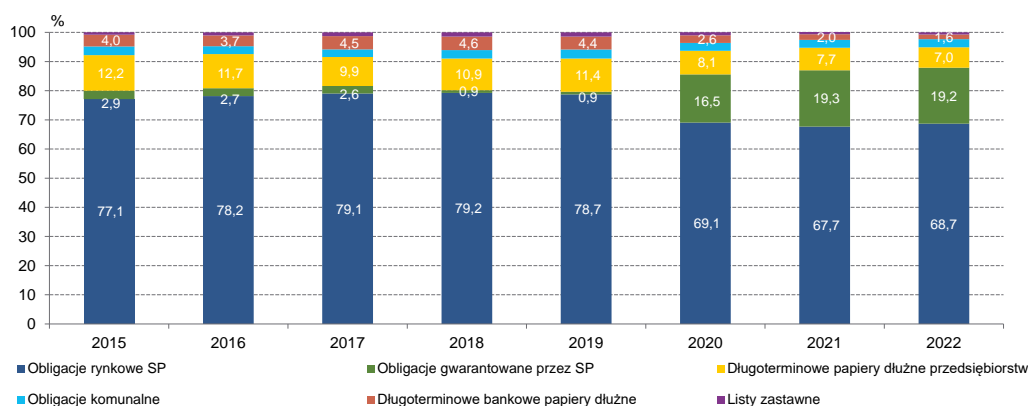
Źródło: opracowano na podstawie danych MF, NBP, KDPW, GPW, Fitch Polska.

Kapitalizacja Głównego Rynku GPW w 2022 r. zmniejszyła się o 15,1% w porównaniu z poprzednim rokiem, do czego przyczyniły się wspomniany spadek cen instrumentów udziałowych oraz wycofywanie z obrotu akcji niektórych spółek. W analizowanym okresie indeks szerokiego rynku WIG spadł o 17,1%. Pod względem wartości IPO był to najłagodniejszy rok w historii – na Głównym Rynku GPW zadebiutowało osiem spółek, których notowania zostały przeniesione

z rynku NewConnect. Wartość rynkowa spółek krajowych spadła w 2022 r. o prawie jedną piątą i na koniec roku wyniosła 574,7 mld zł, co odpowiadało 18,7% wartości PKB (najniższa relacja od 20 lat). Kapitalizacja rynku NewConnect w 2022 r. zmniejszyła się o 24,2%, do 14,5 mld zł na koniec grudnia. Wartość obrotów akcjami na rynkach organizowanych przez GPW spadła o 12,3%, w tym istotnie zmniejszyła się aktywność 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 2022 r. zwiększyło się do 862,9 mld zł, w tym zadłużenie z tytułu obligacji oszczędnościowych wzrosło do 84,6 mld zł. W strukturze inwestorów na tym rynku wciąż dominowały banki krajowe, których zaangażowanie w 2022 r. nieznacznie spadło i na koniec roku wyniosło 353,8 mld zł. Wzrosła natomiast wartość portfeli obligacji skarbowych w posiadaniu inwestorów zagranicznych oraz osób fizycznych. W analizowanym okresie średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych tymi instrumentami wyniosła 7,2 mld, tj. nieznacznie więcej niż w 2021 r. Wyraźnie wzrosła natomiast średnia dzienna wartość transakcji warunkowych (SBB i *repo*) zawieranych z wykorzystaniem obligacji skarbowych (z 13,6 mld zł w 2021 r. do 21,7 mld zł w 2022 r.).

**Wykres 5.2.1.** Struktura rynku długoterminowych papierów dłużnych w latach 2015–2022 (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, MF, NBP.

BGK w 2022 r. wyemitował na krajowym rynku obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o wartości 7,8 mld zł oraz na rzecz Funduszu Pomocy o wartości 1,2 mld euro. 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 223,8 mld zł na koniec grudnia. Nabywcami tych instrumentów finansowych były głównie banki krajowe oraz NBP, który skupował je z rynku wtórnego 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.

Wzrost wskaźnika inflacji oraz rynkowych stóp procentowych, słabnące tempo wzrostu gospodarczego, a także duża niepewność związana z wybuchem wojny w Ukrainie przyczyniły się do istotnego spadku zainteresowania przedsiębiorstw finansowaniem na krajowym rynku obligacji. W 2022 r. przedsiębiorstwa, wśród których przeważały spółki finansowe, wyemitowały obligacje o wartości 9,7 mld zł, tj. o około 40% mniej niż w 2021 r. W efekcie na koniec grudnia wartość nominalna DPDP w obiegu spadła do 79,8 mld zł. 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 60% (z 50% w 2021 r.) 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.

W analizowanym okresie 321 jednostek samorządu terytorialnego, głównie gmin, wyemitowało ponad 1,2 tys. serii obligacji komunalnych o wartości prawie 4,7 mld zł. Na koniec grudnia wartość zadłużenia z tytułu emisji tych instrumentów wzrosła do 31,6 mld zł. W obiegu pozostawało około 16,3 tys. serii obligacji wyemitowanych przez ponad tysiąc JST. Silne rozdrobnienie tego rynku wynikało z małych potrzeb pożyczkowych większości gmin oraz powszechnego dzielenia emisji na wiele serii. Największymi emitentami obligacji komunalnych były Kraków i Łódź. Większość obligacji komunalnych miało nierynkowy charakter, gdyż banki będące agentami emisji traktowały je jako alternatywę wobec udzielania JST kredytów. Dlatego też banki krajowe na koniec 2022 r. posiadały prawie 80% wartości obligacji komunalnych. Rynek wtórny tych instrumentów charakteryzował się znikomą płynnością.

Zadłużenie z tytułu emisji długoterminowych bankowych papierów dłużnych w 2022 r. spadło. Udział tej formy finansowania w pasywach banków pozostawał niewielki. Rynek wtórny obligacji bankowych i listów zastawnych charakteryzował się małą płynnością.

## 5.2.2. Rynek długoterminowych papierów dłużnych

### 5.2.2.1. Obligacje skarbowe

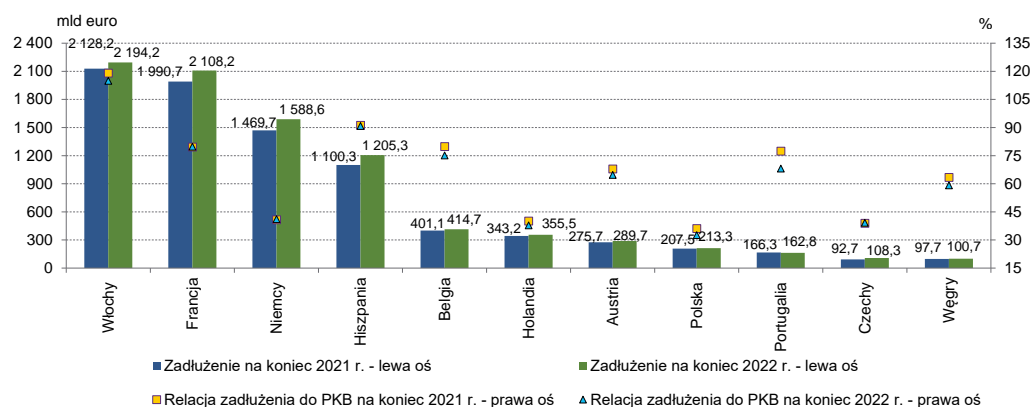
#### Wielkość rynku

Rynek obligacji skarbowych w Polsce jest największym rynkiem takich instrumentów w Europie Środkowo-Wschodniej oraz ósmym w UE (wykres 5.2.2). Wartość nominalna krajowych obligacji skarbowych pozostających w obrocie zwiększyła się w 2022 r. o 6,1% i na koniec grudnia wyniosła 862,9 mld zł (tabela 5.2.2).



W 2022 r. potrzeby pożyczkowe budżetu zaspokajano zarówno przez emisję obligacji skarbowych na rynek krajowy, jak i rosnące zadłużenie zagraniczne. Wartość krajowych skarbowych papierów dłużnych w 2022 r. wzrosła o 49,3 mld zł, w tym o rekordowe 27,7 mld zł z tytułu obligacji oszczędnościowych (tj. o więcej niż z tytułu obligacji rynkowych).

**Wykres 5.2.2.** Wartość zadłużenia z tytułu obligacji skarbowych w wybranych krajach UE oraz jego relacja do PKB na koniec 2021 i 2022 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych Statistical Data Warehouse EBC, Eurostat.

**Tabela 5.2.2.** Zadłużenie Skarbu Państwa w latach 2019–2022 (w mld zł, według stanów na koniec okresów)

	2019	2020	2021	2022
<b>Zadłużenie Skarbu Państwa</b>	<b>973,3</b>	<b>1 097,5</b>	<b>1 138,0</b>	<b>1 238,5</b>
<b>I. Zadłużenie krajowe</b>	<b>716,5</b>	<b>831,4</b>	<b>872,7</b>	<b>949,8</b>
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	673,6	781,0	813,6	862,9
1.1. Bony skarbowe	0,0	10,9	0,0	0,0
1.2. Obligacje skarbowe	673,6	770,1	813,6	862,9
1.2.1. Obligacje rynkowe	646,1	728,5	756,8	778,3
1.2.2. Obligacje oszczędnościowe	27,6	41,5	56,9	84,6
2. Pozostałe zadłużenie krajowe	42,8	50,4	59,1	86,9
<b>II. Zadłużenie zagraniczne</b>	<b>256,9</b>	<b>266,0</b>	<b>265,4</b>	<b>288,7</b>
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	193,7	198,3	170,1	175,1
2. Kredyty zagraniczne	63,2	67,7	95,2	113,6

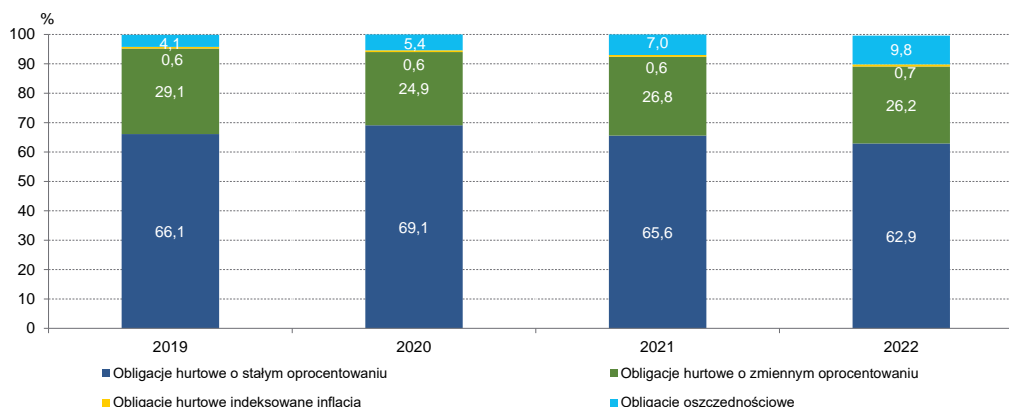
Źródło: Ministerstwo Finansów.

### Struktura rynku

Podstawowymi instrumentami finansowania potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa były obligacje rynkowe o stałym oprocentowaniu (wykres 5.2.3). Ich udział w strukturze obligacji skarbowych spadł do 62,9% na koniec 2022 r., co było związane m.in. ze wzrostem zadłużenia z tytułu obligacji oszczędnościowych. W strukturze terminowej zadłużenia 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

2022 r. 13 spośród 22 będących w obrocie serii obligacji o stałym oprocentowaniu spełniało wspomniany warunek i stanowiły one ponad 85% wartości tych papierów dłużnych.

**Wykres 5.2.3.** Struktura krajowych obligacji skarbowych w latach 2019–2022 (według stanów na koniec okresów)



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Udział instrumentów rynkowych o zmiennym oprocentowaniu w strukturze zadłużenia z tytułu krajowych obligacji skarbowych wyniósł 26,2% i był istotnie większy niż w strefie euro (8,9%)<sup>284</sup>. W obrocie na rynku krajowym znajdowało się dziesięć serii (5- oraz 11-letnich) obligacji o zmiennym oprocentowaniu o wartości 226,1 mld zł. Pięć z nich o łącznej wartości 140,8 mld zł 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 2022 r. w obiegu znajdowała się również jedna seria obligacji hurtowych indeksowanych inflacją o wartości 6,2 mld zł<sup>285</sup> oraz jedna seria obligacji o zmiennym oprocentowaniu wyemitowana dla BGK (w ramach *private placement*) o wartości 3,0 mld zł.

**Tabela 5.2.3.** Struktura zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu obligacji rynkowych o stałym oprocentowaniu w latach 2020–2022 (według stanów na koniec okresów)

Rodzaj obligacji według pierwotnego terminu do wykupu	Wartość obligacji (w mld zł)			Struktura obligacji (w %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Obligacje 2-letnie zerokuponowe (OK)	46,6	52,8	37,8	8,8	9,9	7,0
Obligacje 5-letnie (PS)	197,4	186,3	192,5	37,1	34,9	35,5
Obligacje 10-letnie (DS)	216,7	226,8	261,4	40,7	42,5	48,1
Obligacje wieloletnie (WS)	71,4	68,0	51,3	13,4	12,7	9,4
<b>Ogółem</b>	<b>532,1</b>	<b>533,9</b>	<b>543,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów.

<sup>284</sup> Dane dostępne na stronie internetowej EBC:

[https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=489.CSEC.M.N.U2.W0.S1311.S1.N.L.LE.F3VR.L.\\_Z.EUR.EUR.N.V.N.\\_T](https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=489.CSEC.M.N.U2.W0.S1311.S1.N.L.LE.F3VR.L._Z.EUR.EUR.N.V.N._T)

<sup>285</sup> Wartość nominalna tej serii obligacji podlega indeksacji o współczynnik obliczany na podstawie wskaźnika inflacji konsumenckiej (CPI).

Kolejny rok z rzędu nieznacznie zmniejszył się średni okres zapadalności rynkowych obligacji skarbowych i na koniec 2022 r. wyniósł 4,11 roku. Natomiast ich średnia *duration* wyniosła 2,51 roku. Instrumenty o rezydualnym terminie zapadalności od 3 do 10 lat stanowiły 59,2% wartości rynkowych obligacji skarbowych. Natomiast udział papierów dłużnych o zapadalności poniżej 3 lat nieznacznie spadł do 39,1%.

Zadłużenie z tytułu obligacji oszczędnościowych<sup>286</sup> wzrosło z 56,9 mld zł na koniec 2021 r. do 84,6 mld zł na koniec 2022 r. W ujęciu wartościowym instrumenty te stanowiły 9,8% rynku krajowych obligacji skarbowych. (tabela 5.2.4)

**Tabela 5.2.4.** Zadłużenie z tytułu obligacji oszczędnościowych w latach 2020–2022 (według stanów na koniec okresów)

Rodzaj obligacji według pierwotnego terminu do wykupu	Wartość obligacji (w mld zł)			Struktura obligacji (w %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Obligacje krótkookresowe o stałym oprocentowaniu	3,7	5,6	0,2	8,9	9,9	0,3
Obligacje 10-miesięczne premiowe	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,4
Obligacje roczne o zmiennym oprocentowaniu	-	-	12,0	-	-	14,7
Obligacje 2-letnie o stałym oprocentowaniu	7,5	6,8	2,2	18,1	12,0	2,7
Obligacje 3-letnie o stałym oprocentowaniu	-	-	0,5	-	-	0,6
Obligacje 3-letnie o zmiennym oprocentowaniu	0,5	0,5	0,9	1,2	0,8	1,1
Obligacje 4-letnie indeksowane inflacją	22,4	33,8	50,9	54,0	59,5	62,4
Obligacje 10-letnie emerytalne indeksowane inflacją	7,2	9,5	13,5	17,3	16,8	16,5
Obligacje rodzinne indeksowane inflacją	0,3	0,6	1,1	0,7	1,1	1,3
<b>Ogółem</b>	<b>41,5</b>	<b>56,9</b>	<b>84,6</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii ogółem ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Oprócz 4-letnich oraz 10-letnich (emerytalnych) obligacji indeksowanych inflacją, które na koniec 2022 r. odpowiadały łącznie za 78,9% wartości zadłużenia z tytułu tych papierów dłużnych, dużym zainteresowaniem osób fizycznych cieszyły się wprowadzone do oferty w czerwcu obligacje roczne o oprocentowaniu równym stopie referencyjnej NBP). Inwestycja w obligacje oszczędnościowe umożliwia szybkie wycofanie środków. Nabywcy mogą sprzedać te instrumenty przed terminem ich zapadalności, ponosząc relatywnie niewielką opłatę określoną w listach emisyjnych poszczególnych serii obligacji.

<sup>286</sup> 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.

## Rynek pierwotny

W 2022 r. Ministerstwo Finansów wyemitowało obligacje o wartości 161,3 mld zł, z czego 104,2 mld zł stanowiły instrumenty rynkowe, a 57,1 mld zł obligacje oszczędnościowe. Skala emisji tych papierów dłużnych była związana z wielkością potrzeb pożyczkowych brutto budżetu, które w 2022 r. wyniosły 162,7 mld zł. 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 skarbowych<sup>287</sup>. W 2022 r. jednaście podmiotów pełniło funkcję DSPW<sup>288</sup>. Wśród nich było siedem banków krajowych, trzy instytucje kredytowe oraz oddział instytucji kredytowej. Prawo do uczestnictwa w przetargach obligacji skarbowych przysługiwało również BGK, nieposiadającemu statusu DSPW.

W 2022 r. Ministerstwo Finansów wprowadzało obligacje skarbowe na rynek hurtowy głównie na przetargach sprzedaży. Na jedenastu takich aukcjach uplasowano obligacje o wartości 59,3 mld zł, w tym za 4,3 mld zł w ramach sprzedaży dodatkowej<sup>289</sup>. Najwięcej obligacji skarbowych wprowadzono w ten sposób na rynek w kwietniu (wykres 5.2.4). W analizowanym okresie Ministerstwo Finansów oferowało na przetargach zazwyczaj 2-, 5- oraz 10-letnie obligacje o stałym oprocentowaniu, a także różne serie obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Na nielicznych przetargach ofertę uzupełniano o wieloletnie obligacje o stałym oprocentowaniu. Przetargi sprzedaży obligacji odbywały się w ramach formuły jednej ceny, będącej standardem na większości rozwiniętych rynków skarbowych papierów dłużnych.

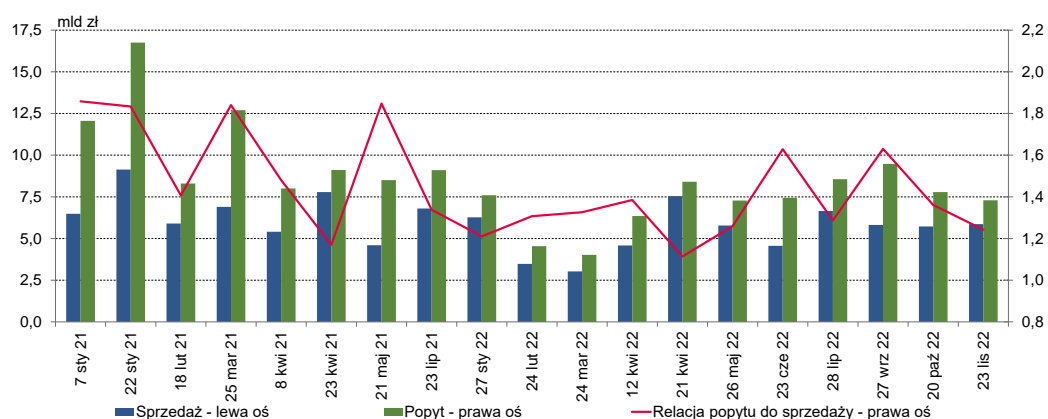
---

<sup>287</sup> 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 uczestnictwo w fixingu cen obligacji na elektronicznej platformie transakcyjnej TBSP.

<sup>288</sup> Ze względu na niewypełnienie w II połowie 2021 r. obowiązku nabycia minimalnego procentowego udziału obligacji na przetargach skarbowych papierów wartościowych 3 stycznia 2022 r. z listy DSPW został usunięty jeden bank krajowy.

<sup>289</sup> 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).

**Wykres 5.2.4.** Popyt na krajowe obligacje skarbowe i ich sprzedaż na przetargach sprzedaży w latach 2021–2022



Źródło: Ministerstwo Finansów.

W 2022 r. zmniejszył się popyt na obligacje na przetargach sprzedaży, do czego przyczyniło się pogorszenie sytuacji rynkowej w warunkach rosnącej inflacji, wyższych rynkowych stóp procentowych oraz dużej niepewności w związku z agresją Rosji na Ukrainę. Średnia wartość ofert kupna złożonych na przetargach obligacji skarbowych w relacji do wartości ofert przyjętych wyniosła 1,34 (wobec 1,60 w 2021 r.). Nadwyżka popytu nad podażą na tego rodzaju przetargach ma charakter strukturalny i wynika z realizowania przez DSPW zleceń klientów oraz własnych.

Przetargi zamiany umożliwiają rolowanie zaciągniętego wcześniej zadłużenia bez konieczności angażowania środków pieniężnych oraz pozwalają uelastyczyć harmonogram wykupów obligacji. W 2022 r. na jedenastu takich przetargach sprzedano obligacje skarbowe o wartości ponad 44,9 mld zł i odkupiono przedterminowo instrumenty o wartości nominalnej 38,2 mld zł, których rezydualne terminy zapadalności nie przekraczały kilku miesięcy.

Ministerstwo Finansów w 2022 r. nieodpłatnie przekazało spółkom, funduszom oraz instytucjom<sup>290</sup>, a także jednostkom publicznej radiofonii i telewizji różne serie obligacji, w tym zmiennokuponowych<sup>291</sup>, o wartości 25,8 mld zł. Następnie zostały one zasymilowane z już istniejącymi seriami obligacji. Ogółem w latach 2019–2022 Ministerstwo Finansów w ten sposób przekazało nieodpłatnie uprawnionym podmiotom obligacje o wartości 72,3 mld zł.

W 2022 r. sprzedano obligacje oszczędnościowe o wartości 57,1 mld zł (wobec 43,3 mld zł w 2021 r.), w tym instrumenty za 5,7 mld zł w ramach operacji zamiany. Od czerwca 2022 r. Ministerstwo Finansów rozszerzyło ofertę tych instrumentów o obligacje roczne o zmiennym oprocentowaniu oraz trzyletnie o stałym oprocentowaniu, a także podniosło oprocentowanie dotychczas oferowanych instrumentów. W efekcie w samym czerwcu sprzedano obligacje

<sup>290</sup> Należały do nich m.in.: BGK, Fundusz Reprywatyzacji, Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej, Polskie Elektroenergetyczne Spółki z o.o., Polskie Linie Kolejowe SA.

<sup>291</sup> Przed 2022 r. Ministerstwo Finansów przekazywało nieodpłatnie jedynie obligacje zerokuponowe.

oszczędnościowe o rekordowej wartości 14,1 mld zł. Inwestorzy detaliczni najchętniej kupowali papiery dłużne indeksowane inflacją, zapewniające (począwszy od drugiego roku od daty zakupu) ochronę przed wzrostem ogólnego poziomu cen. Preferowali oni obligacje 4-letnie (42,3% wartości sprzedaży) oraz 10-letnie emerytalne (16,5%). Dużym zainteresowaniem cieszyły się również obligacje roczne o oprocentowaniu równym stopie referencyjnej NBP (21,6%).

W sprzedaży obligacji oszczędnościowych pośredniczyły PKO BP SA oraz Pekao SA, przy czym ten drugi bank dopiero od października 2022 r. Podmioty te pełnią funkcję agentów emisji, prowadzą rejestr nabywców tych papierów dłużnych oraz realizują zlecenia ich wykupu. Ponad 70% wyemitowanych w 2022 r. obligacji oszczędnościowych zakupiły osoby powyżej 50. roku życia. Udział Internetu jako kanału sprzedaży tych instrumentów w analizowanym okresie wzrósł do 42,3% (z 33,2% w 2021 r.).

### Rynek wtórny

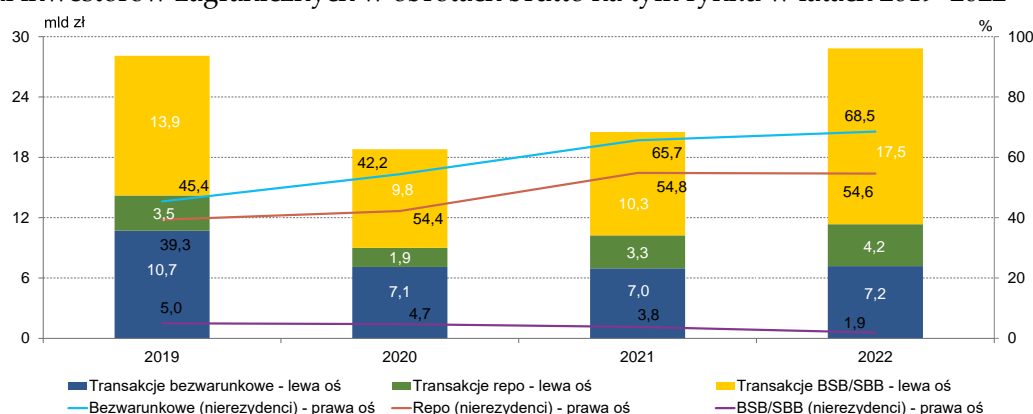
Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku obligacji skarbowych wzrosły z 20,5 mld zł w 2021 r. do 28,8 mld zł w 2022 r.<sup>292</sup>, przy czym wartość transakcji bezwarunkowych wzrosła jedynie nieznacznie do 7,2 mld zł (wykres 5.2.5). Wskaźnik płynności rynku, liczony jako iloraz średniej miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych do średniego stanu zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu obligacji rynkowych, wyniósł 0,19, podobnie jak w 2021 r. (wykres 5.2.6). Był on istotnie mniejszy niż w latach wcześniejszych, na co mogły mieć wpływ znaczny spadek cen obligacji skarbowych na rynku wtórnym, związany m.in. z podnoszeniem stóp procentowych przez NBP oraz wzrostem niepewności uczestników rynku po wybuchu wojny w Ukrainie. Niektóre banki krajowe i inne instytucje finansowe mogły preferować utrzymywanie do wykupu zakupionych obligacji skarbowych w swoich portfelach. Ich sprzedaż we wspomnianych warunkach rynkowych wiązałaby się bowiem z koniecznością realizacji strat z tytułu inwestycji w te papiery dłużne.

Wartość transakcji bezwarunkowych była w marcu, kwietniu oraz w październiku nieco wyższa niż w pozostałych miesiącach 2022 r., co mogło być związane z okresami silnego wzrostu niepewności wśród uczestników rynku oraz wyraźnych zmian cen obligacji na rynku wtórnym. Ponadto do wysokich obrotów w kwietniu mogła przyczynić się duża wartość obligacji wprowadzonych wówczas na rynek pierwotny. DSPW sprzedają bowiem na rynku wtórnym część zakupionych na przetargach instrumentów, realizując zlecenia klientowskie. W 2022 r. największą płynnością charakteryzowały się serie obligacji DS0432 oraz PS0527 (tzw. serie *on-the-run*, czyli plasowane na przetargach sprzedaży oraz przetargach zamiany), na które przypadało, odpowiednio, 15% oraz 13% wartości wszystkich transakcji bezwarunkowych.

---

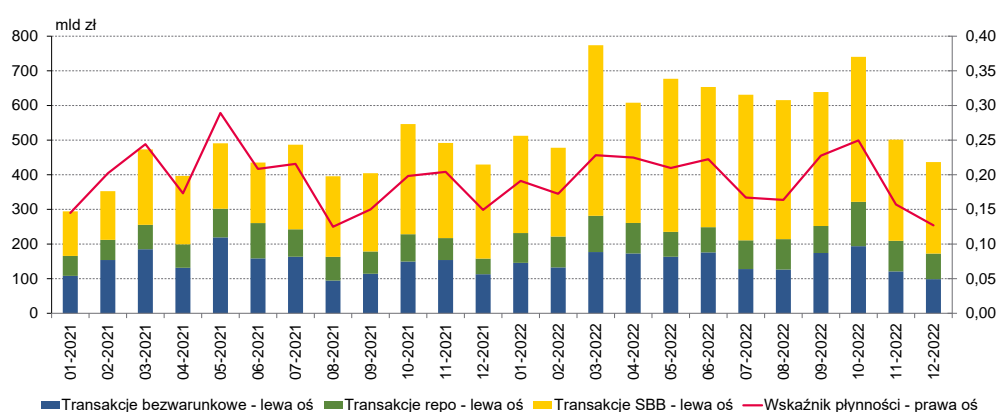
<sup>292</sup> Prezentowane w tym rozdziale obroty netto na rynku obligacji skarbowych stanowią sumę wartości transakcji bezwarunkowych oraz transakcji warunkowych liczonych według wartości wymiany początkowej. Liczba dni roboczych wyniosła 254 w 2021 r. oraz 252 w 2022 r.

**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 2019–2022



Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW.

**Wykres 5.2.6.** Miesięczna wartość transakcji krajowymi obligacjami skarbowymi oraz wskaźnik płynności w latach 2021–2022



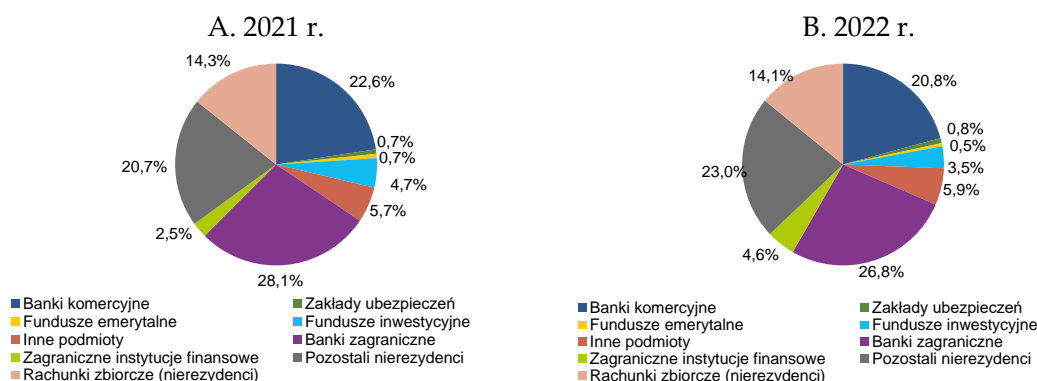
Uwagi: wartość transakcji *repo* i *SBB* liczona według wartości wymiany początkowej. Wskaźnik płynności obliczony jako iloraz miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych oraz zadłużenia Skarbu Państwa na koniec miesiąca z tytułu obligacji rynkowych.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

W 2022 r. największe udziały w strukturze podmiotowej transakcji bezwarunkowych miały banki zagraniczne, pozostali niezrydenci oraz banki krajowe (wykres 5.2.7). Inwestorzy zagraniczni odpowiadali za około dwóch trzecich wartości transakcji *outright*, w tym banki zagraniczne za prawie 27%. Aktywność inwestorów zagranicznych oraz banków krajowych (a wśród nich wielu DSPW realizujących zlecenia klientowskie) decydowała o płynności w tym segmencie rynku. Niewielką aktywność, podobnie jak w 2021 r., przejawiały krajowe niekredytowe instytucje finansowe (ich udział w obrotach brutto spadł do 4,8%). Ze względu na odpływ środków z funduszy papierów dłużnych, zwłaszcza bezpośrednio po dokonaniu przez Rosję agresji na Ukrainę, nie były one zainteresowane zwiększaniem zaangażowania w obligacje skarbowe. Z kolei wspomniany wzrost rentowności tych instrumentów mógł zniechęcać tę grupę podmiotów do większej niż niezbędna sprzedaży papierów dłużnych.



**Wykres 5.2.7.** Struktura podmiotowa obrotów brutto na krajowym rynku transakcji bezwarunkowych krajowymi obligacjami skarbowymi w 2021 i 2022 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 segmencie transakcji SBB średnia dzienna wartość obrotów netto wzrosła z 10,3 mld zł w 2021 r. do 17,5 mld zł w 2022 r. Kontrahentami banków krajowych we wspomnianych transakcjach były zazwyczaj krajowe niekredytowe instytucje finansowe, głównie fundusze inwestycyjne. Istotny wzrost wartości transakcji SBB miał miejsce od marca 2022 r., czyli po dokonaniu przez Rosję agresji na Ukrainę. Mogło się do tego przyczynić zwiększone zapotrzebowanie na płynność niektórych funduszy z uwagi na wspomniane wycofywanie oszczędności przez ich klientów. W przypadku ponad połowy transakcji SBB zawartych w analizowanym okresie zabezpieczeniem były obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Najwięcej tego rodzaju operacji przeprowadzono z wykorzystaniem obligacji WZ1126 oraz WZ0524 (odpowiednio 13,8% i 9,9% wartości obrotów). Było to związane ze strukturą nabywców tych papierów dłużnych, w której duże udziały miały fundusze inwestycyjne, a więc podmioty, które najczęściej były stronami w transakcjach SBB.

Średnia dzienna wartość transakcji *repo*, które zazwyczaj były zawierane między bankami krajowym a zagranicznymi, zwiększyła się do 4,2 mld zł (z 3,3 mld zł rok wcześniej). W przypadku operacji *repo* najczęściej wykorzystywano obligacje PS0527 oraz WZ0525 (odpowiednio 12,7% i 11,1% wartości obrotów).

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. Transakcje bezwarunkowe obligacjami skarbowymi zawierane na TBSP oraz na platformie Catalyst były rozliczane w KDPW\_CCP. Od 25 kwietnia 2022 r. KDPW\_CPP rozliczał również transakcje *repo* zawarte na TBSP. Rozrachunek wszystkich transakcji obligacjami skarbowymi odbywał się w KDPW.

Obroty obligacjami skarbowymi w Polsce, podobnie jak w większości państw rozwiniętych, koncentrowały się na rynku OTC, który w 2022 r. odpowiadał za prawie 97% obrotów ogółem tymi

instrumentami (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 2021 i 2022 r. (w %)

	OTC	TBSP (ASO)	Platforma Catalyst	
			Rynek regulowany GPW	Rynek regulowany BondSpot
<b>Obroty ogółem w 2021 r.</b>	<b>94,25</b>	<b>5,72</b>	<b>0,03</b>	<b>0,00</b>
- transakcje bezwarunkowe	93,07	6,85	0,08	0,00
- transakcje warunkowe	94,95	5,05	-	-
<b>Obroty ogółem w 2022 r.</b>	<b>96,81</b>	<b>3,15</b>	<b>0,04</b>	<b>0,00</b>
- transakcje bezwarunkowe	95,18	4,64	0,28	0,00
- transakcje warunkowe	98,09	2,91	-	-

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 Index<sup>293</sup>.

Przedmiotem transakcji na platformie TBSP są papiery dłużne o wartości nominalnej 5 mln zł lub jej wielokrotności. Zgodnie z regulaminem rynku TBSP<sup>294</sup> 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 2022 r. na tym rynku działały 24 podmioty, w tym 19 o statusie market makera.

Średnia dzienna wartość transakcji na rynku TBSP w 2022 r. spadła do 0,9 mld zł (z 1,2 mld zł w 2021 r.). W efekcie udział TBSP w obrotach krajowymi obligacjami skarbowymi zmniejszył się z 5,7% w 2021 r. do 3,2% w 2022 r. Spadek ten mógł być związany z dużą aktywnością na rynku wtórnym krajowych obligacji skarbowych podmiotów zagranicznych, które nie były uczestnikami

<sup>293</sup> 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>.

<sup>294</sup> 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](https://www.bondspot.pl/pub/Regulacje_TBSP_Poland/UZ_039-22-Reg_TBSP_CCP_repo_jednolity.pdf).

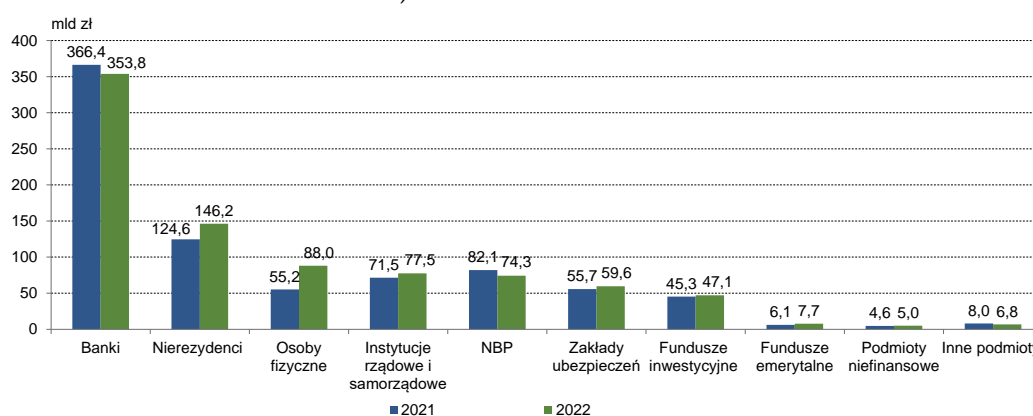
TBSP. Wprowadzenie w kwietniu 2022 r. obowiązku rozliczania w KDPW\_CCP transakcji *repo* zawartych na tym rynku nie przyczyniło się do istotnego wzrostu wartości realizowanych na nim operacji warunkowych.

Platforma obrotu instrumentami dłużnymi Catalyst pozostawała najmniejszym segmentem rynku wtórnego rynkowych obligacji skarbowych. Transakcje obligacjami skarbowymi były zawierane wyłącznie w organizowanym przez GPW segmencie detalicznym rynku regulowanego. Średnie dzienne obroty netto na tej platformie w 2022 r. wzrosły czterokrotnie, do 28 mln zł, niemniej jednak stanowiło to zaledwie 0,4% wartości wszystkich operacji bezwarunkowych tymi instrumentami.

### Inwestorzy

W strukturze inwestorów na rynku krajowych obligacji skarbowych dominowały banki krajowe, na co miał wpływ m.in. sposób naliczania podatku od niektórych instytucji finansowych<sup>295</sup>. Po raz pierwszy od 2017 r. zaangażowanie na tym rynku zwiększyli inwestorzy zagraniczni. Wzrosło również istotnie znaczenie osób fizycznych w strukturze nabywców tych instrumentów dłużnych, co było związane z rekordową sprzedażą obligacji oszczędnościowych (wykres 5.2.8).

**Wykres 5.2.8.** Inwestorzy na rynku krajowych obligacji skarbowych w 2021 i 2022 r. (według stanów zadłużenia na koniec okresów)



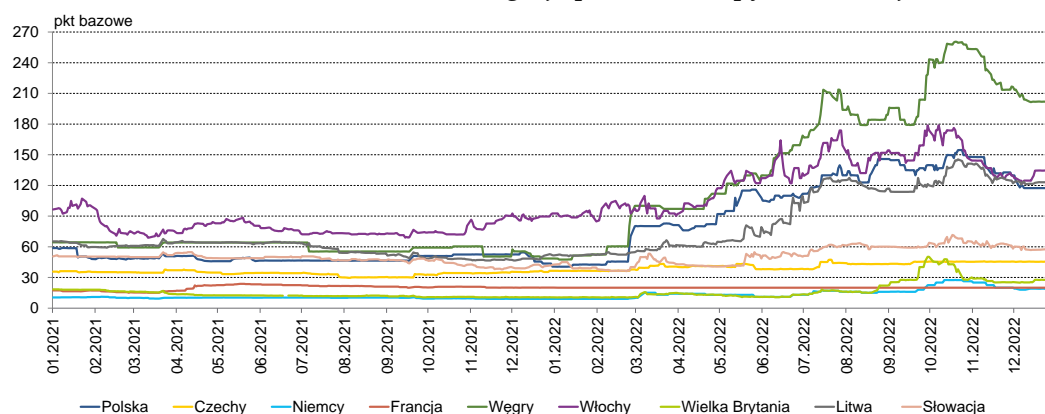
Źródło: Ministerstwo Finansów.

Na zmiany zaangażowania poszczególnych kategorii inwestorów na krajowym rynku obligacji skarbowych wpływały przede wszystkim narastająca presja inflacyjna oraz podwyżki stóp procentowych dokonane przez banki centralne, w tym NBP, a także istotny wzrost niepewności uczestników rynku wywołany dokonaną przez Rosję agresją na Ukrainę. W wyniku wojny zmniejszyła się skala dostaw surowców energetycznych z Rosji i wzrosły ich ceny. Obserwowano ponadto spowolnienie globalnego tempa wzrostu gospodarczego. Przyczyniło się to do wzrostu kwotowań transakcji CDS na obligacje skarbowe, szczególnie tych państw, których gospodarki

<sup>295</sup> Wartość posiadanych przez instytucje finansowe (banki krajowe i SKOK-i) krajowych skarbowych papierów wartościowych obniża podstawę opodatkowania.

w opinii uczestników rynku były najbardziej narażone na wspomniane szoki związane z wybuchem wojny. (wykres 5.2.9).

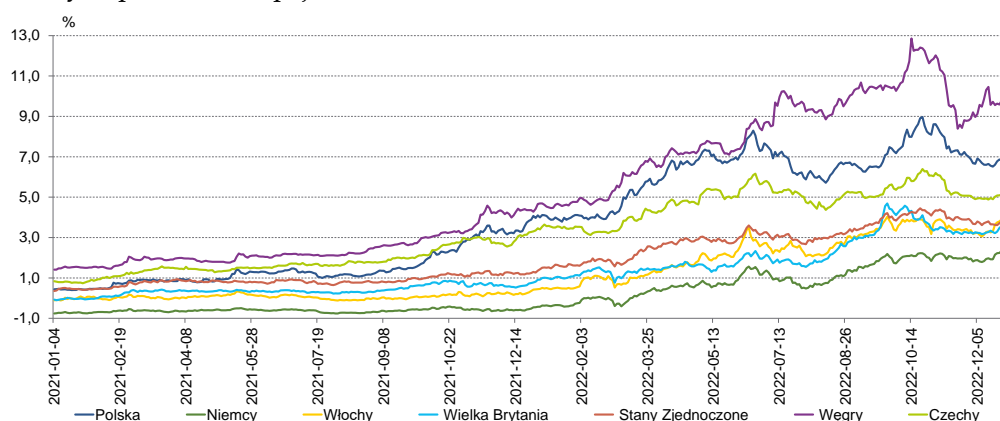
**Wykres 5.2.9.** Kwotowania 5-letnich transakcji CDS na obligacje skarbowe wybranych państw strefy euro oraz nominowane w USD euroobligacje państw Europy Środkowej w 2021 i 2022 r.



Źródło: Bloomberg.

W 2022 r. obserwowano silny wzrost rentowności obligacji skarbowych (wykres 5.2.10). Szczególnie silnie spadły ceny tych instrumentów w państwach Europy Środkowo-Wschodniej, m.in. ze względu na bliskość działań wojennych, niepewne perspektywy wzrostu gospodarczego oraz dużą zależność od surowców importowanych z Rosji. Na koniec października 2022 r. rentowności obligacji skarbowych Polski zbliżyły się do 9,0% wzdłuż całej krzywej dochodowości. Cen tych papierów dłużnych wzrosły pod koniec roku, co było związane z poprawą prognoz makroekonomicznych oraz spadkiem cen surowców energetycznych. Na koniec 2022 r. rentowność benchmarkowych krajowych obligacji o 2-letnim terminie zapadalności wyniosła 6,7% (wobec 3,4% na koniec 2021 r.), a 5-letnich i 10-letnich prawie 6,9% (odpowiednio 4,0% i 3,7% rok wcześniej). Różnica między rentownościami 10-letnich skarbowych papierów dłużnych Polski i Niemiec w 2022 r. powiększyła się o niespełna 50 pkt bazowych, do około 430 pkt bazowych na koniec roku.

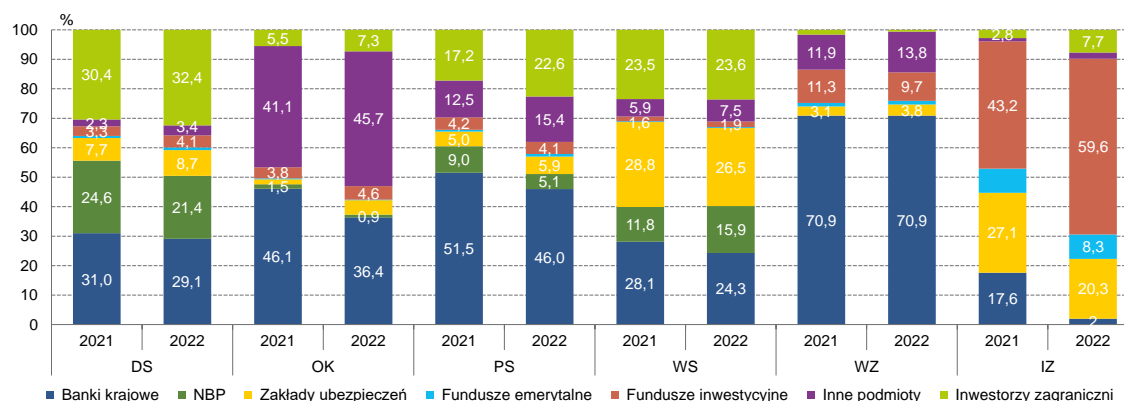
**Wykres 5.2.10.** Rentowność 5-letnich obligacji benchmarkowych Polski, Stanów Zjednoczonych oraz wybranych państw europejskich w 2021 i 2022 r.



Źródło: Bloomberg.

Pogłębiające się spadki cen obligacji skarbowych przyczyniały się do zmniejszenia aktywności banków krajowych na rynku wtórnym oraz do stabilizacji ich zaangażowania w te instrumenty. Na koniec 2022 r. podmioty te posiadały obligacje o wartości 353,8 mld zł (wobec 366,4 mld zł rok wcześniej), w tym w ujęciu wartościowym 46% obligacji stałokuponowych o 5-letnim pierwotnym terminie zapadalności (serie PS), niespełna 30% tego rodzaju obligacji 10-letnich (serie DS) oraz prawie 25% wieloletnich instrumentów o stałym oprocentowaniu (serie WS) (wykres 5.2.11). We wspomnianych warunkach rynkowych sprzedaż tych instrumentów oznaczałaby zrealizowanie straty z tytułu inwestycji w nie. Natomiast ceny rynkowe obligacji stałokuponowych wraz ze zbliżającym się terminem zapadalności zbiegają do ceny nominalnej, po której są wykupywane przez emitenta. Jednocześnie banki krajowe zwiększyły portfel obligacji o zmiennym oprocentowaniu (tj. serii WZ), o 9,6 mld zł do 160,3 mld zł na koniec 2022 r. Ze względu na konstrukcję tych papierów (kupony zależne od wskaźnika referencyjnego WIBOR 6M) ich ceny są mniej wrażliwe na zmiany rynkowych stóp procentowych. W efekcie udział banków w strukturze nabywców obligacji skarbowych spadł do 40,9% na koniec 2022 r. (z 44,7% rok wcześniej).

**Wykres 5.2.11.** Struktura nabywców poszczególnych rodzajów krajowych obligacji skarbowych w 2021 i 2022 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, IZ – obligacje indeksowane wskaźnikiem inflacji.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów i NBP.

W latach 2020–2021 NBP skupił z rynku wtórnego w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku obligacje skarbowe o wartości 82,1 mld zł. W 2022 r. zapadła jedna seria obligacji skarbowych utrzymywanych przez bank centralny i w związku z tym jego zaangażowanie na rynku wspomnianych instrumentów spadło do 74,3 mld zł.

Zaangażowanie instytucji rządowych i samorządowych na rynku obligacji skarbowych wzrosło w 2022 r. o 6,0 mld zł do 77,5 mld zł na koniec grudnia. Wśród instytucji rządowych największy portfel obligacji skarbowych o wartości 34,1 mld zł na koniec 2022 r. posiadał zarządzany przez ZUS Fundusz Rezerwy Demograficznej. Zaangażowanie BFG w obligacje skarbowe wyniosło

19,6 mld zł na koniec 2022 r. Ministerstwo Finansów przekazywało też nieodpłatnie jednostkom zaliczanym do sektora finansów publicznych (m.in. Funduszowi Reprywatyzacji, Narodowemu Funduszowi Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej, uczelniom państwowym) obligacje skarbowe, co mogło mieć wpływ na wzrost wartości portfela tych papierów dłużnych posiadanych przez tę grupę podmiotów. W poprzednich latach wspomniane instytucje otrzymywały 2-letnie obligacje zerokuponowe, co zdecydowało o dużym udziale tej grupy podmiotów w strukturze nabywców obligacji serii OK.

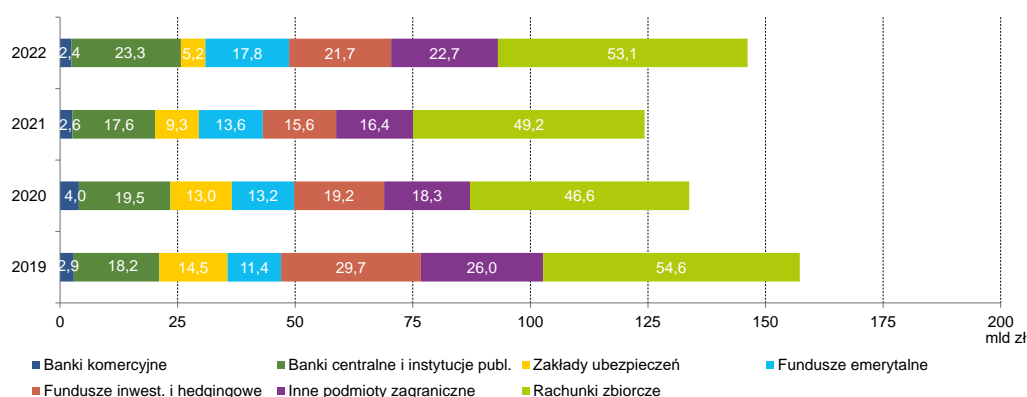
Wartość portfela obligacji skarbowych w posiadaniu funduszy inwestycyjnych wzrosła w 2022 r. o 1,8 mld zł, do 47,1 mld zł na koniec roku. Inwestowały one przede wszystkim w serie obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Jednak w 2022 r. ich zaangażowanie w ten rodzaj instrumentów nieznacznie spadło i wyniosło 21,8 mld zł na koniec 2022 r. Fundusze inwestycyjne posiadały również prawie 60% serii obligacji skarbowych indeksowanych inflacją o wartości 3,7 mld zł. W przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu inwestowały one głównie w papiery dłużne o dłuższych pierwotnych terminach zapadalności – w portfelach tych podmiotów znajdowały się obligacje serii PS i DS o wartości ponad 18,7 mld zł.

Wartość portfela krajowych obligacji skarbowych w posiadaniu inwestorów zagranicznych w 2022 r. zwiększyła się o 21,6 mld zł i na koniec roku wyniosła 146,2 mld zł, w tym prawie jedna trzecia tych instrumentów była zaewidencjonowana na rachunkach zbiorczych. Zagraniczne fundusze inwestycyjne zwiększyły w okresie kwiecień–grudzień (tj. po wybuchu wojny w Ukrainie) zaangażowanie na tym rynku o 5,7 mld zł, przede wszystkim w wyniku zakupu 10-letnich papierów stałokuponowych (wykres 5.2.12). Do wzrostu zainteresowania tych podmiotów krajowymi obligacjami mogły przyczynić się ich niskie ceny, co zwiększało prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku z takiej inwestycji, szczególnie w dłuższym okresie. W ujęciu geograficznym portfele tych instrumentów zwiększali przede wszystkim inwestorzy ze strefy euro (o 6,6 mld zł do 29,9 mld zł) oraz Ameryki Północnej (o 4,5 mld zł do 9,0 mld zł).

Zaangażowanie banków centralnych, wśród których dominowały podmioty z Dalekiego Wschodu, w 2022 r. wzrosło o 4,7 mld zł (do 22,2 mld zł). O 4,2 mld zł zwiększyły zaangażowanie także fundusze emerytalne, które podobnie jak banki centralne mają często długi horyzont inwestycyjny. Prawie o połowę (do 5,2 mld zł) ograniczyły wartość krajowych obligacji skarbowych w swoich portfelach zagraniczne zakłady ubezpieczeń. W sumie wartość krajowych obligacji skarbowych w posiadaniu długoterminowych inwestorów zagranicznych (tj. banków centralnych i instytucji publicznych, zakładów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych) w 2022 r. wzrosła o 5,6 mld zł i na koniec grudnia wyniosła 46,3 mld zł.

**Wykres 5.2.12.** Inwestorzy zagraniczni na krajowym rynku obligacji skarbowych w latach 2019–2022 (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 zalicza się obligacje emitowane przez BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD)<sup>296</sup>, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19<sup>297</sup>, Funduszu Pomocy<sup>298</sup>, a także obligacje PFR<sup>299</sup> 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.

#### Wielkość rynku

Na koniec 2022 r. wspomniane instrumenty finansowe stanowiły największy segment krajowego

<sup>296</sup> KFD został powołany w BGK na mocy ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r. poz. 2483). 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.

<sup>297</sup> 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. z 2022 r. poz. 2483).

<sup>298</sup> 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 poz. 103).

<sup>299</sup> 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 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. z 2022 r. poz. 2483).



rynku nieskarbowych papierów dłużnych o wartości 223,8 mld zł, tj. 7,3% PKB (tabela 5.2.6).

W 2022 r. BGK emitował na rynku kapitałowym w Polsce cztery serie obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o łącznej wartości 7,8 mld zł. W efekcie krajowe zadłużenie z tytułu emisji tych instrumentów wzrosło do 142,0 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. Emisje tych papierów dłużnych przeprowadzono głównie w drugiej połowie roku. Termin zapadalności wyemitowanych w 2022 r. obligacji wynosił od 5 do 18 lat, oprocentowanie trzech serii było stałe (kupon od 1,75% do 2,375%), a jednej – zmienne (wskaźnik referencyjny WIBOR 6M powiększony o 0,5 pkt proc.). Agencja Fitch Ratings potwierdziła w sierpniu 2022 r. długoterminowy rating BGK na poziomie A– z perspektywą stabilną.

**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 2020–2022 (w mld zł)

	2020	2021	2022
<b>Wartość zadłużenia</b>	<b>173,7</b>	<b>215,7</b>	<b>223,8</b>
- obligacje BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego	7,5	7,5	2,3
- obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19	100,7	134,3	142,0
- obligacje na rzecz Funduszu Pomocy	-	-	5,6
- obligacje PFR	65,4	73,9	73,9
<b>Wartość nowych emisji</b>	<b>166,1</b>	<b>42,0</b>	<b>13,4</b>

Uwaga: BGK emitował gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje także na rynki zagraniczne. Na koniec 2022 r. zadłużenie z tytułu takich obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 wyniosło 1,4 mld euro i 0,4 mld USD, na rzecz KFD – 3,7 mld euro, a na rzecz Funduszu Pomocy 0,1 mld euro.

Źródło: opracowano na podstawie danych BGK, PFR oraz MF.

**Tabela 5.2.7.** Obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 w latach 2021–2022 (zadłużenie według stanów na koniec okresów).

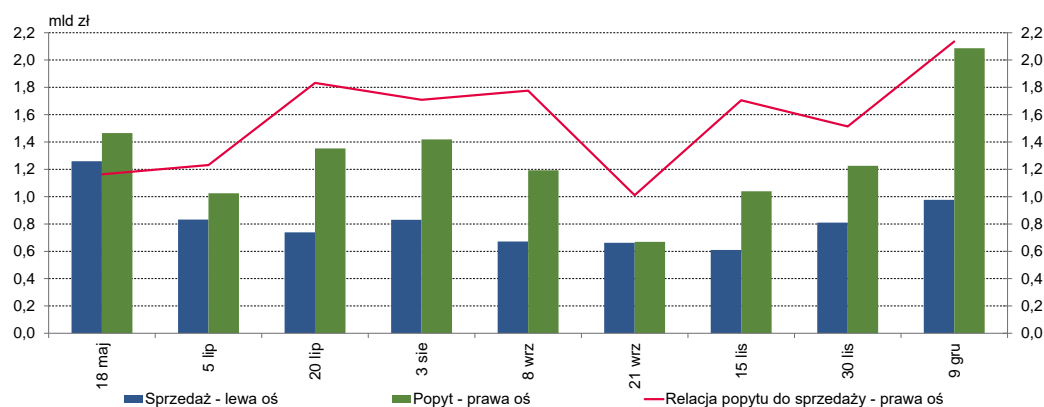
Serie obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19	Kupon	Wartość obligacji (w mld zł)		Struktura obligacji (w %)	
		2021	2022	2021	2022
FPC0725	1,250%	25,3	25,3	18,8	17,8
FPC0427	1,875%	33,6	33,6	25,0	23,6
FPC0328	1,750%	15,6	17,1	11,7	12,1
FPC0630	2,125%	34,2	34,2	25,5	24,1
FPC0631	WIBOR 6M+0,5 pkt proc.	14,0	17,6	10,5	12,4
FPC0733	2,250%	7,3	7,7	5,4	5,4
FPC1140	2,375%	4,2	6,5	3,1	4,6
<b>Ogółem</b>	<b>-</b>	<b>134,3</b>	<b>142,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Uwaga: liczby w nazwach poszczególnych serii obligacji oznaczają terminy ich zapadalności (np. obligacje serii FPC0725 zapadają w lipcu 2025 r.).

Źródło: opracowano na podstawie danych BGK.

Popyt na rynku pierwotnym na wspomniane obligacje BGK i zmiany cen tych instrumentów wynikały ze zmian sytuacji rynkowej, w tym rosnącej niepewności wywołanej agresją Rosji na Ukrainę oraz ze wzrostu stopy inflacji (wykres 5.2.13). Październikowy przetarg obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 został odwołany, a na listopadowym przetargu inwestorzy nabyli obligacje serii FPC0733 o 11-letnim terminie zapadalności za 60% ceny nominalnej (rentowność tego instrumentu wyniosła 8%). W takich uwarunkowaniach BGK relatywnie częściej niż w latach ubiegłych oferował obligacje o zmiennym oprocentowaniu, których cena zazwyczaj w mniejszym stopniu reaguje na zmiany stóp procentowych. Przykładowo obligacje o zmiennym oprocentowaniu FPC0631 (o 9-letnim terminie zapadalności) sprzedano na listopadowym przetargu za 88% ceny nominalnej.

**Wykres 5.2.13.** Popyt na obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 i ich sprzedaż w 2022 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych BGK.

W 2022 r. BGK wyemitował na rynek krajowy na rzecz Funduszu Pomocy również obligacje nominowane w euro. Były to dwie serie obligacji (7- i 10-letnich) o wartości 600 mln euro każda, ze stałym kuponem w wysokości 4,75%. Te papiery dłużne po cenie nominalnej objął EBI. BGK nie emitował w 2022 r. obligacji na rzecz KFD. W październiku zapadła seria tych papierów dłużnych o wartości nominalnej 5,3 mld zł. W związku z tym w obiegu pozostały na koniec roku dwie serie tych instrumentów finansowych o stałym oprocentowaniu, o terminach zapadalności w 2024 oraz 2045 r., których łączna wartość nominalna wyniosła 2,3 mld zł.

PFR nie emitował w 2022 r. obligacji w ramach Tarcz Finansowych. Całkowite zadłużenie PFR z tytułu tych papierów dłużnych nie zmieniło się w 2022 r. i wyniosło 73,9 mld zł na koniec grudnia. W obiegu pozostawało jedenaście serii tych obligacji o stałym kuponie i terminach zapadalności od 2025 do 2030 r. Trzy serie tych instrumentów o wartości 2,5 mld zł zostały w całości objęte przez EBI, pozostałych osiem serii zostało sprzedanych inwestorom na przetargach organizowanych przez duży bank krajowy. W czerwcu 2022 r. agencja S&P utrzymała ocenę PFR odpowiadającą ratingowi Polski, tj. A w walucie lokalnej oraz A- w walucie obcej, oba z perspektywą stabilną.

### Rynek wtórny i inwestorzy

Wszystkie nominowane w złotych serie obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz 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. Nominowane w złotych obligacje BGK na rzecz KFD były w 2022 r. notowane na platformie Catalyst (na obu rynkach regulowanych). Na platformie Catalyst miały miejsce jedynie sporadyczne transakcje obligacjami PFR i BGK na rzecz KFD (odpowiednio, 5 i 43 transakcje) na niewielkie kwoty. Płynność obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 była na tym rynku wyraźnie wyższa (ponad 15 tys. transakcji o łącznej wartości 0,8 mld zł).

**Tabela 5.2.8.** Średnia dzienna wartość transakcji krajowymi obligacjami gwarantowanymi przez Skarb Państwa w latach 2021–2022 (w mln zł)

Obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19	2021	2022
Transakcje bezwarunkowe	341,3	165,7
- w tym na platformie Catalyst	2,5	3,4
Transakcje warunkowe	561,0	590,9
Obligacje PFR	2021	2022
Transakcje bezwarunkowe	99,7	18,1
- w tym na platformie Catalyst	0,2	0,0
Transakcje warunkowe	27,6	47,2
Obligacje BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego	2021	2022
Transakcje bezwarunkowe	0,0	0,0
- w tym na platformie Catalyst	0,0	0,0
Transakcje warunkowe	0,0	0,0

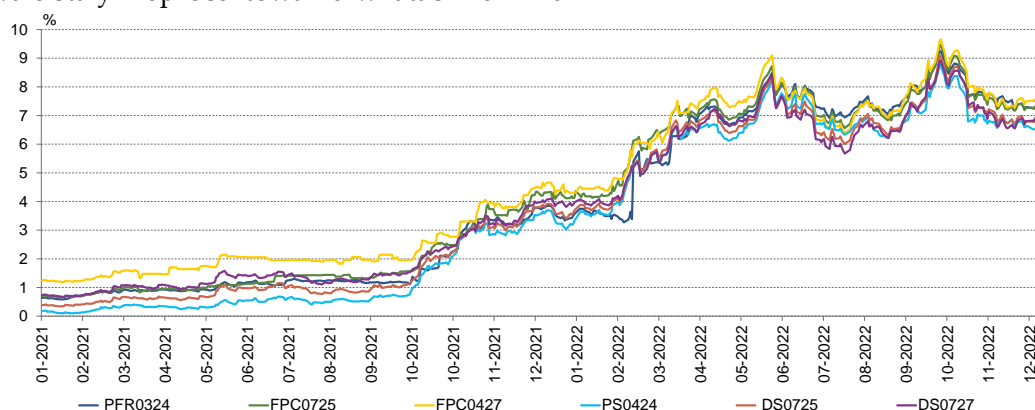
Źródło: obliczono na podstawie danych KDPW.

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). Podobnie jak obligacje skarbowe są one oferowane na przetargach organizowanych przez NBP, w których mogą uczestniczyć wyłącznie DSPW. Sprzedawane są serie o dużych wartościach i nominale tysiąca złotych. Wskaźnik płynności dla tych obligacji, liczony jako iloraz średniej miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych do średniego stanu zadłużenia tych instrumentów, w 2022 r. wyniósł niespełna 0,03 (wobec 0,19 dla obligacji skarbowych). Te obligacje BGK były również wykorzystywane jako zabezpieczenie w transakcjach warunkowych.

Płynność rynku wtórnego obligacji PFR była istotnie niższa. Wskaźnik płynności dla tych instrumentów w 2022 r. wyniósł poniżej 0,01. Były one także wykorzystywane jako zabezpieczenie transakcji SBB, ale zdecydowanie rzadziej niż wspomniane obligacje BGK. Transakcje bezwarunkowe obligacjami BGK na rzecz KFD zawierano na rynku OTC jedynie sporadycznie.

Na rynku wtórnym obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa były w 2022 r. wyceniane przez uczestników rynku podobnie jak obligacje skarbowe, ale charakteryzowały się nieco wyższą rentownością. W przeciwieństwie do papierów skarbowych obligacje BGK i PFR nie pozwalały bowiem w 2022 r. na obniżenie podstawy podatku od niektórych instytucji finansowych. Ponadto z inwestycją w te instrumenty wiązało się większe ryzyko płynności niż w przypadku inwestycji w obligacje skarbowe. Obserwowane w 2022 r. spadki cen skarbowych papierów dłużnych prowadziły do analogicznych zmian cen obligacji BGK i PFR (wykres 5.2.14).

**Wykres 5.2.14.** Rentowności wybranych obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa o stałym oprocentowaniu w latach 2021–2022



Uwaga: 4-letnie obligacje PFR (PFR0324) o terminie wykupu w marcu 2024 r.; 5-letnie obligacje BGK (FPC0725) oraz 7-letnie obligacje BGK (FPC0427) o terminach wykupu, odpowiednio, w lipcu 2025 r. oraz kwietniu 2027 r.; 5-letnie obligacje skarbowe (PS0424) o terminie wykupu w kwietniu 2024 r.; 10-letnie obligacje skarbowe (DS0725 oraz DS0727) o terminach wykupu, odpowiednio, w lipcu 2025 r. oraz w lipcu 2027 r.

Źródło: Bloomberg.

Z dostępnych danych wynika, że struktura nabywców obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa w 2022 r. nie zmieniła się istotnie. Na koniec roku największy udział miały w niej banki krajowe – w przypadku obligacji PFR wyniósł on około 55%, natomiast dla obligacji BGK – 35% (wykres 5.2.15). Ta grupa podmiotów zwiększyła w 2022 r. zaangażowanie we wspomniane obligacje do prawie 90 mld zł na koniec roku. NBP posiadał obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz obligacje PFR o łącznej wartości prawie 61,9 mld zł, które nabył na rynku wtórnym w ramach przeprowadzanych w latach 2020–2021 operacji strukturalnych. Na koniec 2022 r. udział banku centralnego w strukturze nabywców tych instrumentów finansowych wyniósł około 30%.

Obligacje BGK i PFR znajdowały się również w portfelach funduszy inwestycyjnych (23,2 mld zł na koniec 2022 r. wobec 25,5 mld zł rok wcześniej). Zakłady ubezpieczeń zwiększyły swoje zaangażowanie w te instrumenty finansowe do 26,7 mld zł na koniec 2022 r. (z 21,0 mld zł w poprzednim roku). Te dwie grupy instytucji finansowych inwestowały częściej w obligacje BGK – na koniec 2022 r. posiadały w ujęciu wartościowym ponad 27% tych papierów dłużnych. Większe zainteresowanie wspomnianych grup podmiotów tymi papierami dłużnymi mogło wynikać

z możliwości inwestowania w instrumenty o zmiennym kuponie, dłuższych terminów zapadalności tych instrumentów oraz istotnie większej płynności rynku wtórnego.

**Wykres 5.2.15.** Nabywcy gwarantowanych przez Skarb Państwa obligacji BGK (na rzecz KFD i Funduszu Przeciwdziałania COVID-19) oraz PFR na koniec 2022 r.



Źródło: NBP.

### 5.2.2.3. Obligacje komunalne

#### Wielkość rynku

Obligacje komunalne<sup>300</sup> stanowią niewielki i silnie rozdrobniony segment krajowego rynku kapitałowego. Wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego (JST) wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem i na koniec 2022 r. wyniosła 31,6 mld zł, co odpowiadało ponad 36% całkowitego zadłużenia tych podmiotów. W obiegu pozostawało wówczas około 16,3 tys. serii obligacji komunalnych, wyemitowanych przez ponad tysiąc podmiotów (tabela 5.2.9).

**Tabela 5.2.9.** Zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych na koniec roku oraz wartość nowych emisji w latach 2019–2022 (w mld zł)<sup>301</sup>

	2019	2020	2021	2022
Wartość zadłużenia	25,2	28,4	30,2	31,6
- w tym: wartość obligacji notowanych na Catalist	2,8	2,9	3,6	4,0
Wartość nowych emisji	4,1	5,0	4,5	4,7

Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW i Catalist.

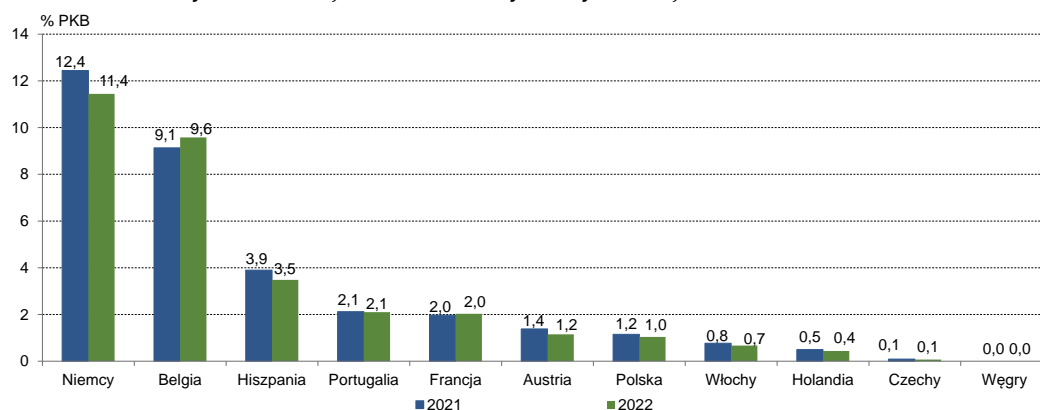
Wielkość rynków obligacji komunalnych w innych państwach UE jest mocno zróżnicowana i w dużym stopniu zależy od ustroju administracyjnego poszczególnych krajów. Najlepiej

<sup>300</sup> W niniejszym rozdziale w ramach krajowego rynku obligacji komunalnych uwzględnione zostały dłużne papiery wartościowe emitowane w Polsce przez jednostki samorządu terytorialnego, z wyłączeniem podmiotów sektora prywatnego. Emisje obligacji tych podmiotów są uwzględnione w niniejszym opracowaniu w rozdziale poświęconym długoterminowym papierom dłużnym przedsiębiorstw.

<sup>301</sup> Wartość rynku obligacji komunalnych w latach 2019–2022 została oszacowana na podstawie danych KDPW, w tym Rejestru Zobowiązań Emitentów (RZE).

rozwinęte rynki tych instrumentów funkcjonują w państwach, w których regiony cieszą się znaczną autonomią, m.in. w Niemczech, w Belgii oraz w Hiszpanii. W Czechach i na Węgrzech znaczenie tego segmentu rynku kapitałowego jest marginalne (wykres 5.2.16).

**Wykres 5.2.16** Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych w relacji do PKB w wybranych krajach UE w latach 2021–2022



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu obligacji komunalnych w Polsce przeliczono według średniego kursu EUR/PLN na koniec 2021 r. (4,5994) oraz 2022 r. (4,6899). Wartości za 2021 r. różnią się nieznacznie 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 321 JST wyemitowało ponad 1,2 tys. serii obligacji komunalnych o wartości prawie 4,7 mld zł, w tym tylko w grudniu uplasowano ponad 800 serii tych instrumentów finansowych o wartości 3,4 mld zł. Kilka dużych miast wyemitowało w 2022 r. papiery dłużne, których wartość przekraczała 100 mln zł. Przeważały jednak niewielkie emisje małych i średnich JST, przeważnie dzielone na wiele serii, co pozwalało emitentom uzyskiwać podobny harmonogram spłaty zadłużenia jak w przypadku kredytu i unikać znacznych jednorazowych wydatków na wykup obligacji. Ponadto JST mogły w ten sposób elastycznie dopasowywać terminy spłat odsetek do zaciągniętego zobowiązania.

Środki pozyskane z emisji papierów dłużnych służyły JST przede wszystkim do finansowania inwestycji, w tym zapewnienia niezbędnego wkładu finansowego przy realizacji projektów współfinansowanych z funduszy europejskich oraz refinansowania zapadającego zadłużenia. Z danych Ministerstwa Finansów wynika, że wydatki inwestycyjne JST w 2022 r. wzrosły do 60,3 mld zł (z 48,1 mld zł rok wcześniej). Sytuacja finansowa sektora samorządów pozostawała stabilna, ale wyniki finansowe poszczególnych JST były mocniej zróżnicowane niż w poprzednich latach. Sektor samorządowy w 2022 r. zanotował 8,2 mld zł deficytu budżetowego, a stan jego zadłużenia praktycznie się nie zmienił i wyniósł 87,5 mld zł na koniec roku.

Emisje obligacji komunalnych nie podlegają postępowaniu o udzielenie zamówienia publicznego<sup>302</sup> i nie wymagają ustanawiania zabezpieczeń dla zaciąganych zobowiązań, co

<sup>302</sup> Art. 11 pkt 8 ustawy z dnia 11 września 2019 r. Prawo zamówień publicznych (Dz.U. 2022 poz. 1710 z późn. zm.).



zwiększa popularność tych instrumentów. Skala emisji obligacji komunalnych jest jednak ograniczana przez rozwiązania określone w ustawie o finansach publicznych, tj. związaną maksymalną kwotę wydatków JST na wykup i obsługę zaciągniętych zobowiązań z dochodami tych jednostek<sup>303</sup>.

### Struktura rynku

Zdecydowana większość obligacji komunalnych ma nierynkowy charakter. Banki będące organizatorami emisji zazwyczaj nabywają te instrumenty na rynku pierwotnym z zamiarem trzymania ich do terminu zapadalności (jako alternatywę wobec udzielenia kredytów JST). Wartość zarejestrowanych w KDPW obligacji komunalnych na koniec 2022 r. wzrosła do 17,3 mld zł (z 13,4 mld zł rok wcześniej), co stanowiło prawie 55% tego rynku. Było to związane z obowiązującym wymogiem dematerializacji i rejestracji w centralnym depozycie nieskarbowych papierów dłużnych wyemitowanych po 30 czerwca 2019 r.

Na koniec 2022 r. emisje gmin (wśród których przeważały gminy miejskie) stanowiły prawie połowę wartości obligacji komunalnych pozostających w obrocie, powiatów – około 8%, a województw – niespełna 4%. Udział miast na prawach powiatów, które zazwyczaj emitują serie obligacji komunalnych o dużych wartościach, wzrósł do prawie 40%. Największymi emitentami tych papierów dłużnych były: Kraków (2,3 mld zł), Łódź (1,7 mld zł) oraz gmina Lublin (0,8 mld zł).

Na rynku pierwotnym przeważały oferty obligacji komunalnych o niewielkich wartościach (w 2022 r. ich średnia wartość wyniosła około 3,8 mln zł), co było związane ze wspomnianą tendencją do dzielenia emisji na wiele serii. Ponad 60% (w ujęciu wartościowym) uplasowanych w 2022 r. obligacji komunalnych stanowiły instrumenty o pierwotnym terminie zapadalności do 10 lat. Najdłuższy pierwotny termin wykupu obligacji komunalnych (wyemitowanych przez Kalisz) wyniósł 21 lat. W 2022 r. największe emisje dłużnych papierów wartościowych przeprowadziły: miasta Kraków (678 mln zł) i Łódź (473 mln zł) oraz gmina Lublin (245 mln zł).

Wśród obligacji komunalnych dominowały niezabezpieczone instrumenty o zmiennym oprocentowaniu. Z dostępnych danych wynika, że podstawą dla określania kuponów odsetkowych prawie wszystkich serii tych instrumentów był wskaźnik referencyjny WIBOR 6M. Dla nielicznych serii tych papierów dłużnych kupony odsetkowe wyliczono na podstawie wskaźnika WIBOR 3M. W obrocie pozostawała jedna seria obligacji Krakowa o stałym oprocentowaniu o wartości 200 mln zł. Na koniec 2022 r. tylko szesnaście miast (tj. o jedno mniej

---

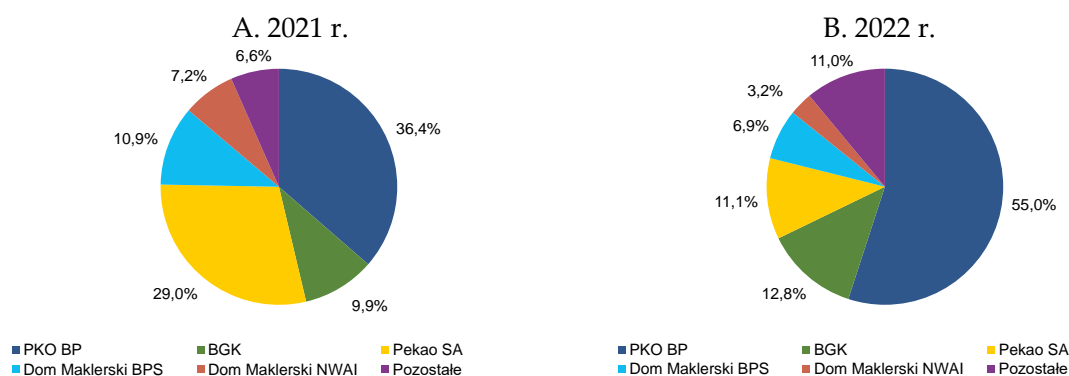
<sup>303</sup> Zgodnie z art. 9 ust. 1 ustawy z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych (Dz.U. z 2018 r., poz. 2500) relacja rocznej wartości spłat zobowiązań JST i kosztów ich obsługi do planowanych dochodów ogółem nie może przekraczać wskaźnika odpowiadającego średniej arytmetycznej 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.



niż rok wcześniej) oraz trzy województwa miały rating przyznany przez Fitch Ratings. Oznacza to, że około 10% obligacji komunalnych (o wartości 3,3 mld zł) miało nadaną ocenę ratingową.

Z danych KDPW wynika, że w 2022 r. większość obligacji komunalnych (w ujęciu wartościowym) była wprowadzana na rynek pierwotny przez jeden duży bank zajmujący się obsługą JST, a udziały dwóch innych banków w tym rynku przekraczały 10% (wykres 5.2.17). Agenci emisji w procesie negocjacji z JST mogli dopasowywać warunki emisji obligacji do własnych preferencji.

**Wykres 5.2.17.** Agenci emisji obligacji komunalnych w 2021 i 2022 r.



Źródło: KDPW.

### Rynek wtórny i inwestorzy

JST rzadko decydują się na wprowadzenie swoich obligacji do obrotu na rynek zorganizowany, co ma związek z powszechnym obejmowaniem emisji przez banki oraz koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów wspomnianego wprowadzenia do obrotu. Na koniec 2022 r. papiery dłużne JST o wartości 27,7 mld zł (88% wszystkich obligacji komunalnych) mogły być przedmiotem obrotu tylko na rynku OTC. Płynność rynku wtórnego pozostawała w 2022 r. znikoma. Według danych KDPW w analizowanym okresie na rynku OTC zawarto około 450 transakcji bezwarunkowych obligacjami komunalnymi zdematerializowanymi w centralnym depozycie o wartości niespełna 1,0 mld zł (średnia dzienna wartość tych transakcji wyniosła około 3,8 mln zł). W I kwartale 2022 r. zawarto 10 transakcji SBB zabezpieczonych obligacjami komunalnymi (głównie Warszawy, Krakowa oraz Elbląga) o wartości 96,5 mln zł.

Wartość obligacji komunalnych będących przedmiotem obrotu na platformie Catalyst (na rynkach regulowanych organizowanych przez GPW i BondSpot) wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem i na koniec 2022 r. wyniosła 4,0 mld zł (tabela 5.2.10). Na platformie Catalyst notowano 218 serii tych instrumentów, z czego 76 znajdowało się w obrocie na obu rynkach. Największymi emitentami obligacji pozostających w obrocie na rynku zorganizowanym były Kraków (prawie 1,3 mld zł) oraz Warszawa (400 mln zł). W 2022 r. na rynku regulowanym GPW zadebiutowały instrumenty trzech JST (których obligacje nie były dotąd notowane na platformie Catalyst) o łącznej wartości prawie 240 mln zł.

Płynność rynku wtórnego obligacji komunalnych notowanych na platformie Catalyst była znikoma. W 2022 r. na rynku regulowanym GPW zawarto 93 transakcje o łącznej wartości 2,9 mln

zł (wobec prawie 190 mln zł rok wcześniej). Prawie jedna trzecia transakcji została zawarta na jednej serii obligacji wyemitowanej przez Warszawę, a trzy czwarte wartości obrotów przypadły na jedną serię obligacji Włocławka. Średnia dzienna wartość obrotów obligacjami komunalnymi na rynku zorganizowanym wyniosła około 0,1 mln zł.

**Tabela 5.2.10.** Obligacje komunalne notowane na platformie Catalyst w 2021 i 2022 r.

Rynek		Wartość notowanych obligacji (mln zł) na koniec roku		Liczba emitentów na koniec roku		Wartość obrotów pakietowych i sesyjnych (mln zł)	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022
Rynek regulowany	Tylko BondSpot	0	0	0	0	0	0
	Tylko GPW	1 540	2 471	17	32	188,8	2,9
	Równoległe Bondspot i GPW	2 099	1 566	23	11	-	-

Uwaga: w latach 2021–2022 obligacje komunalne nie były notowane w ASO, transakcje tymi instrumentami finansowymi odbywały się tylko na rynku regulowanym GPW.

Źródło: opracowano na podstawie danych Catalyst.

Na podstawie dostępnych, niepełnych danych można szacować, że na koniec 2022 r. udział banków krajowych w strukturze inwestorów na rynku obligacji komunalnych wyniósł ponad 80%. Ta grupa podmiotów posiadała obligacje o wartości co najmniej 20,0 mld zł, tj. o około 2,0 mld zł więcej niż rok wcześniej. Wartość papierów dłużnych JST w aktywach funduszy inwestycyjnych wyniosła co najmniej 2,8 mld zł (wobec 3,3 mld zł na koniec 2021 r.), w tym niespełna 1,6 mld zł stanowiły instrumenty zarejestrowane w KDPW. Zaangażowanie zakładów ubezpieczeń na tym rynku nieznacznie spadło w porównaniu z 2021 r. i na koniec 2022 r. wyniosło 1,1 mld zł. Zainteresowanie obligacjami komunalnymi wśród wspomnianych niekredytowych instytucji finansowych od lat pozostaje niewielkie, przede wszystkim ze względu na niskie wartości poszczególnych serii emisji oraz małą płynność rynku wtórnego tych instrumentów. Ponadto wyraźne spadki cen obligacji, wzrost niepewności dotyczącej rozwoju sytuacji gospodarczej, a także odpływ środków z funduszy dłużnych przez większość 2022 r. dodatkowo ograniczały wartość inwestycji wspomnianych podmiotów w papiery dłużne JST.

#### 5.2.2.4. Długoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez banki

##### 5.2.2.4.1. Długoterminowe bankowe papiery dłużne

###### Wielkość rynku

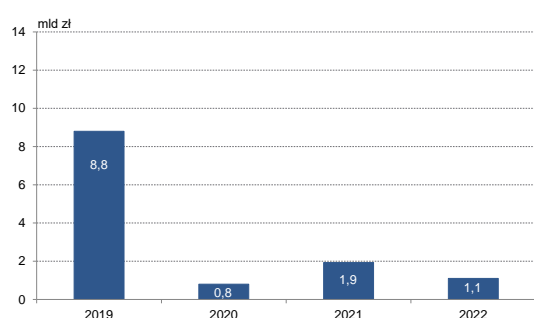
Od 2018 r. zadłużenie polskiego sektora bankowego z tytułu emisji długoterminowych papierów dłużnych (DBPD) systematycznie się obniżało (wykres 5.2.18 prawy panel). Spadek ten mógł być związany ze wzrostem dostępności taniego finansowania depozytami z sektora niefinansowego w warunkach historycznie niskich stóp procentowych, a także z większą niepewnością na rynkach finansowych w związku z wybuchem pandemii COVID-19.

Dla większości banków działających w Polsce finansowanie za pośrednictwem DBPD miało niewielkie znaczenie. Udział DBPD w pasywach sektora i banków emitentów (odpowiednio 0,7% i 1% w 2022 r.) był niski w porównaniu z analogicznym udziałem w strefie euro<sup>304</sup>. Głównym źródłem finansowania sektora bankowego pozostawały depozyty sektora niefinansowego. Oprocentowanie DBPD wyemitowanych w 2022 r. przewyższało oprocentowanie nowych depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw przeciętnie o 3-4 pkt proc.<sup>305</sup> (w zależności od emitenta i rodzaju papieru).

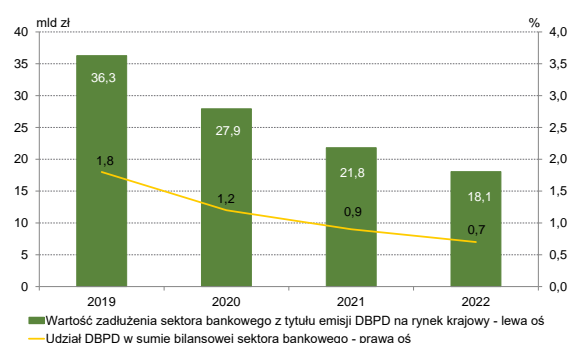
W 2022 r. wartość nowych emisji długoterminowych bankowych papierów dłużnych kierowanych na rynek krajowy była nadal znacznie mniejsza niż w okresie przed pandemią (wykres 5.2.18 lewy panel). W 2022 r. na tym rynku aktywne były jedynie cztery krajowe banki komercyjne – o łącznym udziale w aktywach sektora bankowego wynoszącym około 9%.

**Wykres 5.2.18.** Emisje DBPD na rynek krajowy przeprowadzone przez banki krajowe w latach 2019-2022

#### A. Wartość nowych emisji



#### B. Zadłużenie banków



Źródło: NBP.

W strukturze terminowej DBPD wyemitowanych przez banki krajowe zwiększył się udział emisji o terminach od 5 do 10 lat (tabela 5.2.11). Zmiana była głównie statystycznym efektem wynikającym z niskiej aktywności emisyjnej banków i wzrostem udziału emisji dłuższych papierów przeprowadzonych we wcześniejszych latach.

<sup>304</sup> Na koniec 2022 r. wartość długoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez banki w strefie euro stanowiła około 11% sumy bilansowej sektora bankowego (niemal 4 bln euro).

<sup>305</sup> Wysoki osad depozytów i ich zapadalność w praktyce znacznie wyższa niż umowna uprawniają porównywanie średniego oprocentowania depozytów o różnych terminów zapadalności z oprocentowaniem długoterminowych listów zastawnych.

**Tabela 5.2.11.** Struktura terminowa zadłużenia banków krajowych z tytułu emisji DBPD w Polsce w latach 2019-2022 (w % według stanu na koniec lat)

	2019	2020	2021	2022
Od 1 roku do 2 lat (włącznie)	5,9	3,1	12,1	5,6
Od 2 do 5 lat (włącznie)	48,9	45,1	30,2	24,2
Od 5 do 10 lat (włącznie)	32,7	35,8	37,2	50,4
Powyżej 10 lat	12,5	16,0	20,5	19,9

Źródło: NBP.

Emisji długoterminowych papierów dłużnych na krajowym rynku dokonywały również zagraniczne instytucje kredytowe. Emitując papiery dłużne na polskim rynku pozyskiwały finansowanie nominowane w złotych, które następnie – w formie finansowania wewnątrzgrupowego – mogły przekazać bankom-córkom działającym w Polsce. Wartość emisji przeprowadzanych przez zagraniczne instytucje kredytowe systematycznie spada od 2018 r. Na koniec 2022 r. w KDPW zarejestrowane były emisje długoterminowych papierów dłużnych trzech instytucji kredytowych spoza Polski, a ich wartość stanowiła około 21% DBPD wyemitowanych na rynku krajowym (tabela 5.2.12). W obrocie znajdowały się również obligacje wyemitowane przez Europejski Bank Inwestycyjny (EBI).

**Tabela 5.2.12.** Struktura zadłużenia z tytułu emisji DBPD w Polsce w latach 2019-2022 według emitentów (w mld zł, wg stanu na koniec lat)

	2019	2020	2021	2022
Banki krajowe	36,3	27,9	21,8	18,1
EBI	5,2	4,3	1,5	4,8
Banki zagraniczne	3,4	2,6	4,9	3,7
<b>Ogółem</b>	<b>44,9</b>	<b>34,8</b>	<b>28,2</b>	<b>26,6</b>

Źródło: NBP.

Ze względu na zmiany regulacyjne, w tym głównie wejście w życie wymogu MREL, w nadchodzących latach można spodziewać się wzrostu podaży emisji DBPD oraz wydłużenia terminów zapadalności takich instrumentów. Znalezienie popytu na takie papiery, jak również relatywny koszt tej formy finansowania działalności, będą powodować, że spełnienie wymogu MREL papierami dłużnymi będzie wyzwaniem dla banków.

### Rynek wtórny i inwestorzy

W przeciwieństwie do krótkoterminowych papierów dłużnych, znaczna część DBPD notowana była na GPW. Na koniec 2022 r. na platformie Catalyst notowane były obligacje o łącznej wartości 10,8 mld zł, co stanowiło około 60% zadłużenia banków krajowych z tytułu emisji tych instrumentów. Długoterminowe bankowe papiery dłużne znajdowały się głównie w bilansach funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz zakładów ubezpieczeń, które pełniły rolę inwestorów pasywnych. Wartość obrotu w całym roku wyniosła około 0,8 mld zł.

Informacje na temat wartości transakcji poza rynkiem zorganizowanym nie są dostępne.

#### 5.2.2.4.2. Listy zastawne

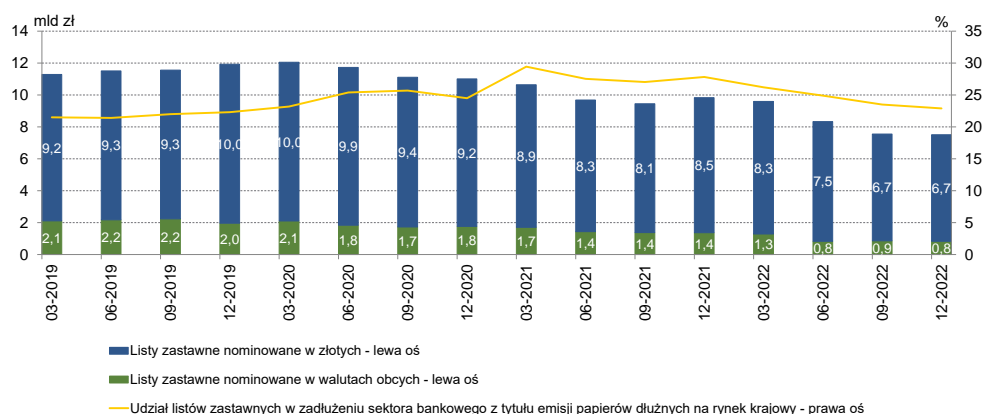
##### Wielkość rynku

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami listy zastawne w Polsce mogą być emitowane jedynie przez banki hipoteczne i Bank Gospodarstwa Krajowego. W 2022 r. na krajowym rynku prowadziło działalność pięć banków hipotecznych, koncentrujących się głównie na finansowaniu nieruchomości mieszkaniowych (83% ich aktywów stanowiły kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych). Aktywa banków hipotecznych stanowiły w grudniu 2022 r. 1,5% aktywów sektora bankowego, a kredyty mieszkaniowe – około 6,8% tych kredytów w całym sektorze bankowym. Konsekwencją niewielkich rozmiarów banków hipotecznych jest małe znaczenie listów zastawnych w finansowaniu sektora bankowego w Polsce.

W 2022 r. zmniejszyła się podstawa emisji listów zastawnych. Łączna wartość kredytów mieszkaniowych w bilansach banków hipotecznych spadła (z 38,6 mld zł w roku 2021 do 34,2 mld zł w 2022 r.). Odmienne niż wcześniej, od dwóch lat nie przeniesiono części kredytów udzielonych przez banki-matki do działających w grupie banków hipotecznych. Transakcje takie były głównym źródłem wzrostu sumy bilansowej banków hipotecznych. Można szacować, że w latach 2017–2020 łączna wartość przeniesionych kredytów wyniosła 17 mld zł, tj. około 42% obecnej sumy bilansowej banków hipotecznych.

W 2022 r. banki hipoteczne wyemitowały na rynku krajowym listy zastawne o wartości 0,3 mld zł, przy czym były to głównie emisje rolujące zapadające instrumenty. W rezultacie wartość zobowiązań z tytułu emisji listów zastawnych na rynku krajowym osiągnęła na koniec roku 7,5 mld zł – około 24% mniej niż w 2021 r. (wykres 5.2.19).

**Wykres 5.2.19.** Zadłużenie banków hipotecznych z tytułu emisji listów zastawnych w Polsce w latach 2019-2022 (według stanu na koniec kwartału)



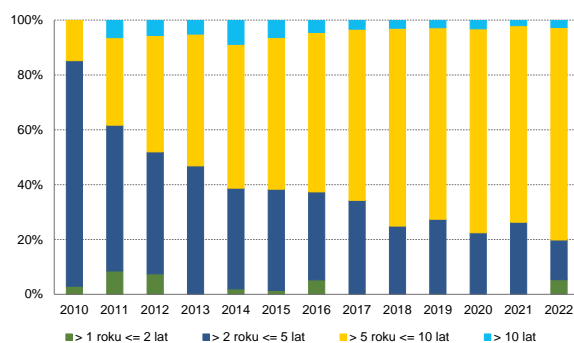
Źródło: NBP.

W 2022 r. struktura terminowa zadłużenia z tytułu wyemitowania listów zastawnych była zbliżona do obserwowanej w latach ubiegłych (wykres 5.2.18 lewy panel). W dłuższym okresie zauważalne jest jednak stopniowe wydłużanie średniego pierwotnego terminu wykupu nowych emisji. Na

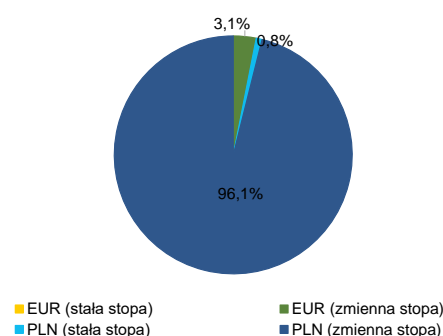
koniec grudnia 2022 r. około 80% stanowiły emisje o terminie wykupu powyżej 5 lat, podczas gdy na koniec 2010 r. było to około 15%. Zdecydowana większość listów zastawnych miała zmienne oprocentowanie – bez względu na walutę, w której były nominowane (wykres 5.2.20 prawy panel).

### Wykres 5.2.20 Struktura zobowiązań banków hipotecznych z tytułu wyemitowanych listów zastawnych

#### A. Według terminu pierwotnego



#### B. Według waluty i oprocentowania, 2022 r.



Źródło: NBP oraz raporty zabezpieczeń listów zastawnych poszczególnych banków hipotecznych.

### Rynek wtórny i inwestorzy

W 2022 r., podobnie jak w latach ubiegłych, obroty i płynność rynku były niskie. Na platformie Catalyst zawarto 25 transakcji listami zastawnymi o łącznej wartości około 18 mln zł.

Głównymi grupami inwestorów na rynku listów zastawnych, były banki (głównie podmioty dominujące) oraz podobnie jak w latach ubiegłych: fundusze inwestycyjne i emerytalne.

### 5.2.2.5. Obligacje przedsiębiorstw

#### Wielkość rynku

W warunkach dużej niepewności dotyczącej rozwoju sytuacji gospodarczej oraz podwyżek stóp procentowych NBP spadła wartość krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (DPDP). Z danych KDPW wynika, że zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji na rynku krajowym na koniec 2022 r. wyniosło 79,8 mld zł<sup>306</sup>, w tym przedsiębiorstw niefinansowych 66,5 mld zł (tabela 5.2.13). W obrocie znajdowały się DPDP około 730 podmiotów, które łącznie wyemitowały prawie trzy tysiące serii obligacji.

<sup>306</sup> 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 oraz zakładów ubezpieczeń.

**Tabela 5.2.13.** Zadłużenie z tytułu DPDP oraz wartość nowych emisji w latach 2019–2022 (w mld zł)

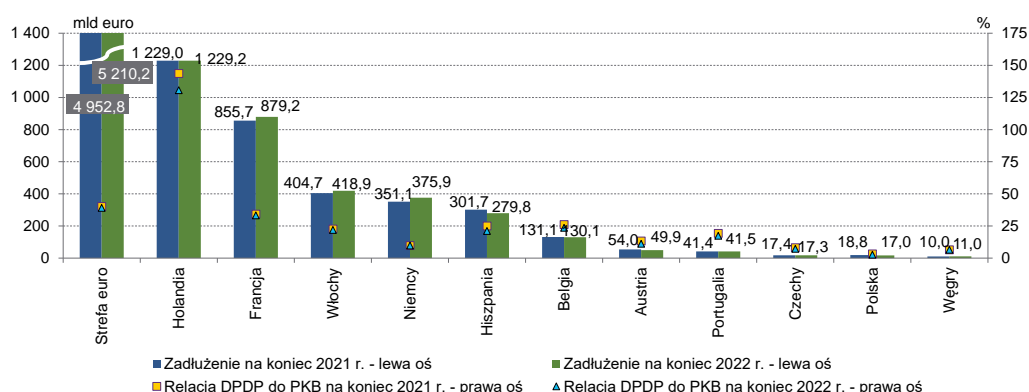
	2019	2020	2021	2022
<b>Wartość zadłużenia</b>	<b>93,7</b>	<b>85,5</b>	<b>86,5</b>	<b>79,8</b>
w tym: przedsiębiorstw niefinansowych	83,4	77,3	77,2	66,5
<b>DPDP pozostające w obrocie zorganizowanym</b>	<b>20,5</b>	<b>21,7</b>	<b>24,8</b>	<b>23,0</b>
w tym: przedsiębiorstw niefinansowych	16,2	19,3	22,5	21,0
<b>Wartość nowych emisji</b>	<b>15,8</b>	<b>12,6</b>	<b>16,1</b>	<b>9,7</b>
w tym trybie oferty prospektowej	0,2	0,4	0,3	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 2022 r. spadła do 2,6% (z 3,3% w 2021 r.). W strefie euro relacja ta wynosiła około 40%, ale stopień rozwoju rynków tych papierów dłużnych w poszczególnych krajach UE był mocno zróżnicowany (wykres 5.2.21).

**Wykres 5.2.21.** Wartość zadłużenia z tytułu DPDP w wybranych krajach UE oraz jego relacja do PKB na koniec 2021 i 2022 r.



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu emisji DPDP w Polsce przeliczono według średnich kursów EUR/PLN na koniec 2021 i 2022 r. (odpowiednio 4,5994 i 4,6899). Wartości za 2021 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.

W 2022 r. prawie 180 przedsiębiorstw wyemitowało obligacje o wartości 9,7 mld zł (tj. o około 40% mniej niż w poprzednim roku). Do tak istotnego spadku wartości nowych emisji DPDP przyczyniały się znaczny wzrost niepewności wśród uczestników rynku w związku z agresją Rosji na Ukrainę oraz istotne przyspieszenie inflacji, czemu towarzyszył wspomniany wzrost stóp procentowych. W tych warunkach przedsiębiorstwa niefinansowe rzadko decydowały się na pozyskiwanie droższego niż w ubiegłych latach finansowania na rynku kapitałowym. Jednocześnie odpływ środków z funduszy dłużnych trwający przez większość 2022 r. przyczyniał się do spadku popytu na te instrumenty finansowe. Wielu potencjalnych inwestorów indywidualnych wybierało inne, bezpieczniejsze inwestycje, charakteryzujące się relatywnie wysoką rentownością (m.in. obligacje skarbowe indeksowane inflacją).



## Struktura rynku

Krajowy rynek obligacji przedsiębiorstw charakteryzował się dużą segmentacją i niewielką dywersyfikacją branżową emitentów. Stan zadłużenia z tytułu papierów dłużnych wyemitowanych przez kilka dużych spółek energetycznych i wydobywczych na koniec 2022 r. wyniósł 25,5 mld zł (większość tych instrumentów nie była zarejestrowana w KDPW), co stanowiło prawie jedną trzecią rynku. Obligacje wyemitowane przez spółki deweloperskie odpowiadały za około 15% (w ujęciu wartościowym) zadłużenia z tytułu emisji DPDP na koniec analizowanego okresu, podobnie jak obligacje przedsiębiorstw z branży usług finansowych.

Niemal 45% wartości wyemitowanych w 2022 r. DPDP stanowiły obligacje przedsiębiorstw z branży usług finansowych (przede wszystkim spółek leasingowych i faktoringowych oraz zajmujących się obrotem wierzytelnościami), a prawie 20% – papiery dłużne spółek deweloperskich. Największe emisje tych instrumentów (dwie o wartości 500 mln zł) o terminach zapadalności nieznacznie przekraczających rok przeprowadziła spółka leasingowa z dużej grupy bankowej. Wiele serii obligacji uplasowały także spółki deweloperskie. Duże krajowe koncerny aktywne do tej pory na tym rynku, w tym spółki energetyczne, nie przeprowadziły w 2022 r. emisji nowych papierów dłużnych, w szczególności nie emitowały tzw. zielonych obligacji<sup>307</sup>. W analizowanym okresie zielone obligacje o wartości 275 mln zł wyemitowała spółka z sektora OZE. Zostały one objęte m.in. przez PFR oraz Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju.

Na koniec 2022 r. ponad tysiąc serii obligacji przedsiębiorstw o wartości 48,3 mld zł (tj. o około 3,0 mld zł więcej niż rok wcześniej) było zdematerializowanych w KDPW. Stanowiło to w ujęciu wartościowym około 60% rynku tych papierów dłużnych. Od 2019 r. udział DPDP zarejestrowanych w centralnym depozycie systematycznie rósł ze względu na wspomniany obowiązek rejestrowania w KDPW wszystkich nowych emisji obligacji. Natomiast emitenci obligacji wyemitowanych przed 2019 r. nie byli zainteresowani ich rejestrowaniem w centralnym depozycie z uwagi na związane z tym koszty oraz często nierynkowy charakter tych instrumentów finansowych.

Wśród DPDP dominowały relatywnie małe emisje obligacji nominowanych w złotych. Średnia wartość wyemitowanej w 2022 r. serii wyniosła 28 mln zł (mediana: 10 mln zł). Przyczyniało się do tego dzielenie emisji spółek komunalnych na wiele serii o niewielkich wartościach. W analizowanym okresie 21 spółek wyemitowało 26 serii DPDP nominowanych w euro, łącznie o równowartości około 900 mln zł. Stanowiło to prawie 10% wartości instrumentów wyemitowanych w tym segmencie rynku obligacji. Spółki uplasowały też pojedyncze serie obligacji nominowanych w innych walutach (tj. USD, CHF oraz GBP).

Średni pierwotny termin zapadalności DPDP wprowadzonych na rynek w 2022 r. wynosił 5 lat. Instrumenty o zapadalności do 5 lat łącznie stanowiły prawie 80% wartości wszystkich emisji,

---

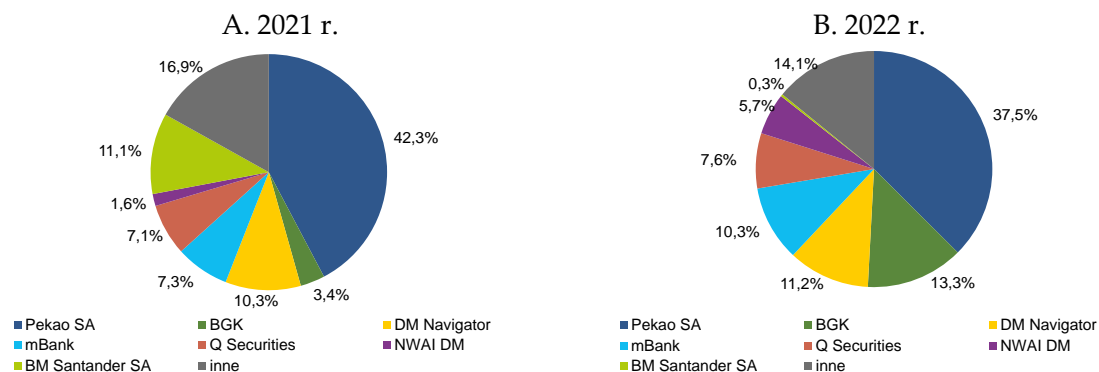
<sup>307</sup> W końcu grudnia 2022 r. duży koncern medialny zaoferował obligacje o wartości prawie 2,7 mld zł, jednak rejestracja tych papierów dłużnych w KDPW nastąpiła już na początku stycznia 2023 r.

a obligacji o terminie dłuższym niż 10 lat – około 7%. Najdłuższy pierwotny termin zapadalności obligacji wyemitowanych w analizowanym okresie wyniósł ponad 26 lat.

Z danych KDPW wynika, że wzrósł udział przedsiębiorstw, które zdecydowały się na ustanowienie zabezpieczenia na emitowanych papierach dłużnych. Ponad 60% (w ujęciu wartościowym) wyemitowanych w 2022 r. DPDP zostało objętych gwarancją. Wartość zabezpieczonych obligacji przedsiębiorstw zarejestrowanych w KDPW na koniec 2022 r. wzrosła do 22,3 mld zł, co stanowiło 45% wartości DPDP zdematerializowanych w centralnym depozycie. Z niepełnych danych o DPDP niezarejestrowanych w KDPW można wnioskować, że zdecydowanie rzadziej były na nich ustanawiane zabezpieczenia. 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.

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 2022 r. wartość zarejestrowanych w KDPW obligacji o zmiennym oprocentowaniu wyniosła 37,4 mld zł, co stanowiło 85% wszystkich nominowanych w złotych DPDP zarejestrowanych w centralnym depozycie. Z niepełnych informacji na temat pozostałych obligacji przedsiębiorstw można wnioskować, że były to prawie wyłącznie instrumenty o zmiennym oprocentowaniu. Z danych KDPW wynika ponadto, że w analizowanym okresie 70 przedsiębiorstw wyemitowało 107 serii obligacji o stałym oprocentowaniu, o wartości 1,2 mld zł. Uplasowano także pojedyncze serie obligacji zerokuponowych.

Emisje korzystające ze zwolnienia z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego stanowiły około 90% rynku. Niemniej jednak przedsiębiorstwa częściej niż w ubiegłych latach plasowały obligacje na rynku pierwotnym na podstawie prospektów. W 2022 r. 10 emitentów, głównie spółki z branży usług finansowych oraz deweloperzy od lat aktywni na rynku krajowym, przeprowadziło 24 publiczne oferty obligacji na podstawie zatwierdzonych przez KNF prospektów emisyjnych. Łączna wartość tych ofert wyniosła 838 mln zł, czyli najwięcej od 2018 r. (w poprzednim roku było 11 takich emisji o wartości 304 mln zł). Wszystkie wspomniane emisje były nominowane w złotych, a podstawą określania kuponów były wskaźniki referencyjne WIBOR 3M (13 emisji) albo WIBOR 6M (11 emisji). Na podstawie memorandum informacyjnego, niepodlegającego zatwierdzeniu przez KNF, kolejnych 11 emitentów w 2022 r. wprowadziło do obrotu papiery dłużne o wartości prawie 90 mln zł. Funkcję agenta emisji obligacji pełniły głównie banki o ugruntowanej pozycji w segmencie bankowości korporacyjnej oraz niektóre domy maklerskie (wykres 5.2.22). 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 zorganizowanym. Jeżeli emitent zamierza wprowadzić wspomniane instrumenty finansowe do obrotu na rynku regulowanym lub w ASO, to pośrednictwo agenta emisji jest opcjonalne.

**Wykres 5.2.22.** Agenci emisji obligacji przedsiębiorstw w 2021 i 2022 r.

Uwaga: dane na wykresie obejmują emisje krótko- i długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw za wyjątkiem emisji przeprowadzanych w grupach bankowych.

Źródło: KDPW.

### Rynek wtórny i inwestorzy

Na koniec 2022 r. w obrocie poza rynkiem zorganizowanym znajdowała się większość DPDP (o wartości 56,8 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 wyłącznie do klientów tego banku, co przekładało się na znikomą płynność rynku wtórnego tych papierów dłużnych. Z danych KDPW wynika, że przedmiotem obrotu na większą skalę były jedynie nieliczne serie obligacji wyemitowanych przez duże, rozpoznawalne spółki. W 2022 r. kilka serii DPDP stanowiło zabezpieczenie w transakcjach SBB.

Wartość nominalna obligacji przedsiębiorstw notowanych na platformie Catalyst w porównaniu z poprzednim rokiem spadła o prawie 2 mld zł i na koniec 2022 r. wyniosła 23 mld zł, w tym prawie 21 mld zł stanowiły papiery dłużne przedsiębiorstw niefinansowych (tabela 5.2.14). Na rynkach funkcjonujących w ramach tej platformy w obrocie znajdowały się obligacje 64 emitentów, wśród których liczną grupę stanowiły spółki deweloperskie oraz energetyczne. W przypadku trzech emitentów (spółki energetycznej oraz koncernów medialnego i wydobywczego) wartość ich obligacji notowanych na Catalyst wyniosła 2 mld zł. Obligacje kolejnych sześciu spółek (w tym dwóch deweloperów i dwóch spółek energetycznych) notowanych na tym rynku miały wartość nominalną powyżej 1 mld zł. W 2022 r. papiery dłużne nowych emitentów wprowadzono jedynie na ASO GPW<sup>308</sup>. Na rynku tym zadebiutowały dwie spółki, które wprowadziły do obrotu obligacje o łącznej wartości 135 mln zł.

<sup>308</sup> 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.

**Tabela 5.2.14.** Obligacje przedsiębiorstw na platformie Catalyst w latach 2021–2022

Rynek		Wartość notowanych obligacji (mld zł) na koniec roku		Liczba emitentów na koniec roku		Wartość obrotów pakietowych i sesyjnych (mln zł)	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022
ASO	Tylko BondSpot	0,2	0,1	1	1	-	-
	Tylko GPW	13,0	14,3	20	44	614	1 186
	Równolegle Bondspot i GPW	9,2	6,7	30	16	-	-
Rynek regulowany	Tylko BondSpot	0,0	0,0	0	0	-	-
	Tylko GPW	2,3	1,8	11	13	428	287
	Równolegle Bondspot i GPW	0,1	0,1	1	0	-	-

Źródło: opracowano na podstawie danych Catalyst.

Płynność zorganizowanego rynku wtórnego DPDP była znikoma. Średnia dzienna wartość transakcji tymi instrumentami na platformie Catalyst w 2022 r. wyniosła poniżej 6 mln zł (wobec 4 mln zł w 2021 r.) i była wielokrotnie mniejsza niż na rynku OTC. Wskaźnik płynności tego rynku, liczony jako iloraz rocznej wartości transakcji bezwarunkowych do średniej wartości notowanych na Catalyst obligacji przedsiębiorstw, wyniósł 0,06. Transakcje zawierano wyłącznie w segmentach detalicznych organizowanych przez GPW. Około dwóch trzecich obrotów na wszystkich rynkach tej platformy stanowiły transakcje dwudziestoma seriami obligacji. W przypadku 41 serii obligacji (na 258 notowanych w 2022 r. na platformie Catalyst) nie odnotowano obrotów. Transakcje zawierane na tym rynku były rozliczane przez KDPW\_CCP, a ich rozrachunek odbywał się w KDPW. Wszystkie zapadające w 2022 r. serie obligacji przedsiębiorstw notowanych na platformie Catalyst (o wartości 3,6 mld zł) zostały wykupione w terminie.

Z dostępnych danych wynika, że najważniejszymi grupami inwestorów na rynku DPDP były fundusze inwestycyjne i banki (mające po około 30% strukturze nabywców). Udział przedsiębiorstw w tej strukturze zmniejszył się kolejny rok z rzędu i na koniec 2022 r. wyniósł 18%. Znaczna część obligacji niezdematerializowanych w KDPW znajdowała się w portfelach banków oraz przedsiębiorstw. Z kolei DPDP zarejestrowane w KDPW były nabywane przede wszystkim przez fundusze inwestycyjne, które na koniec 2022 r. posiadały około 37% wartości obligacji przedsiębiorstw zarejestrowanych w centralnym depozycie. W portfelach banków znajdowało się 20% takich instrumentów, a inwestorów indywidualnych – 13% takich obligacji. Nierezydenci nabyli 9% DPDP zarejestrowanych w KDPW.

### 5.2.3. Rynek instrumentów udziałowych

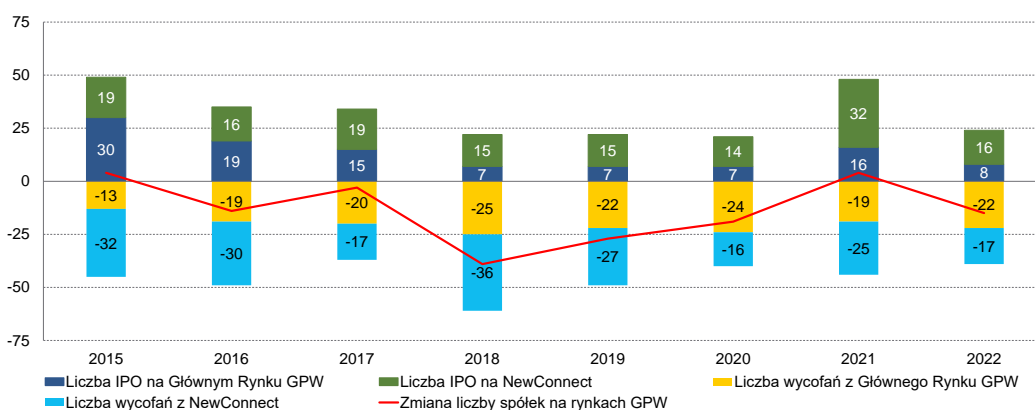
Rynek instrumentów udziałowych w Polsce obejmuje: akcje, prawa do akcji (PDA)<sup>309</sup>, prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne oraz tytuły uczestnictwa funduszy ETF. W 2022 r. wspomniane rodzaje instrumentów, za wyjątkiem praw poboru, były przedmiotem obrotu na rynkach

<sup>309</sup> W dalszej części rozdziału statystyki dotyczące rynku akcji obejmują również PDA.

prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie: Głównym Rynku GPW (rynek regulowany organizowany w podziale na dwa segmenty: podstawowy i równoległy) oraz NewConnect (ASO). Obroty instrumentami udziałowymi na tym rynku były skoncentrowane na rynku regulowanym, na którym pod względem wartości zawarto 99,2% transakcji.

Łączna kapitalizacja obu rynków organizowanych przez GPW na koniec 2022 r. wyniosła 1 128,7 mld zł i była mniejsza o 15,3% w porównaniu z końcem 2021 r. Relacja kapitalizacji spółek krajowych do PKB spadła na koniec analizowanego okresu do 19,1%, czyli do poziomu najniższego od dwudziestu lat. Zmniejszyła się również, po raz kolejny, liczba emitentów, których akcje były notowane na Głównym Rynku GPW oraz NewConnect (wykres 5.2.23). Liczba debiutów na obu tych rynkach była dwukrotnie niższa niż w roku poprzednim. Wartości te wskazują, że ciągu ostatnich lat w krajowym systemie finansowym spadło znaczenie giełdy papierów wartościowych jako źródła finansowania polskich przedsiębiorstw.

**Wykres 5.2.23.** Zmiana liczby spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i NewConnect w latach 2015–2022



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.

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) oraz zbliżone do wartości notowanych na Vienna Stock Exchange. Kapitalizacja spółek notowanych na GPW oraz wartość rocznych obrotów netto były większe niż na innych rynkach w Europie Środkowo-Wschodniej (tabela 5.2.15).

Tabela 5.2.15. Główne wskaźniki wybranych giełd europejskich w latach 2019–2022

Giełda <sup>1</sup>	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
	Kapitalizacja spółek krajowych (mld USD)				Liczba notowanych spółek <sup>2</sup>			
Athens Stock Exchange	53,7	51,0	59,2	59,0	181	176	160	159
BME Spanish Exchanges	797,3	759,2	775,6	665,5	2 896	2 738	2 585	1 498
Budapest Stock Exchange	32,9	28,0	31,6	23,9	44	45	50	63
Deutsche Boerse	2 098,2	2 284,1	2 503,0	1 889,7	522	485	493	481
Euronext Group	4 701,7	5 443,9	7 333,7	6 064,5	1 220	1 493	1 995	1 966
<b>GPW<sup>3</sup></b>	<b>151,6</b>	<b>177,5</b>	<b>197,4</b>	<b>133,9</b>	<b>824</b>	<b>806</b>	<b>810</b>	<b>794</b>
NASDAQ Nordic and Baltics	1 612,6	2 110,4	2 557,4	1 856,7	1 082	1 071	1 236	1 251
Vienna Stock Exchange	133,1	132,1	162,9	123,1	778	809	873	864
<i>LSE Group</i>	4 182,9	4 045,6	3 799,5	3 096,0	2 410	2 347	1 988	1 954
<i>SIX Swiss Exchange</i>	1 834,5	2 001,6	2 327,7	1 830,5	272	265	232	259
	Średnia dzienna wartość transakcji (mln USD)				Wskaźnik obrotu akcjami spółek krajowych (%) <sup>4</sup>			
Athens Stock Exchange	65,0	69,4	68,4	77,8	28,8	32,3	27,8	31,6
BME Spanish Exchanges	1 969,7	1 939,9	1 563,7	1 413,3	62,7	64,5	51,4	54,5
Budapest Stock Exchange	35,2	45,0	34,3	37,3	26,4	40,4	27,4	39,4
Deutsche Boerse	5 884,8	8 708,6	7 401,5	5 989,5	64,4	79,4	60,2	67,8
Euronext Group	7 530,4	10 419,5	10 825,8	11 243,0	40,8	49,1	37,7	47,1
<b>GPW</b>	<b>205,2</b>	<b>333,9</b>	<b>314,0</b>	<b>262,5</b>	<b>33,2</b>	<b>47,0</b>	<b>39,6</b>	<b>44,4</b>
NASDAQ Nordic and Baltics	2 898,1	4 310,9	4 339,9	3 609,2	43,5	49,7	41,2	47,4
Vienna Stock Exchange	137,8	166,0	163,5	151,1	25,2	30,1	21,6	30,4
<i>LSE Group<sup>5</sup></i>	7 936,6	8 794,9	7 287,0	7 199,6	44,1	50,3	43,3	56,2
<i>SIX Swiss Exchange</i>	3 922,4	5 249,0	3 659,9	3 426,2	52,6	65,3	36,7	47,3

<sup>1</sup> Rynki spoza UE oznaczono kursywą.

<sup>2</sup> Zgodnie z informacją podaną przez WFE liczba notowanych spółek obejmuje spółki krajowe i zagraniczne z wyłączeniem funduszy ETF.

<sup>3</sup> Wartości dla Polski obliczono na podstawie danych GPW.

<sup>4</sup> Wskaźnik obrotu akcjami spółek krajowych jest liczony jako suma relacji miesięcznych obrotów akcjami spółek krajowych do kapitalizacji tych spółek na koniec miesiąca.

<sup>5</sup> Średnia dzienna wartość transakcji i wskaźnik obrotu akcjami spółek na LSE Group została obliczona na podstawie danych dostępnych na stronie tej giełdy.

Źródło: WFE, LSE, GPW.



Cechą charakterystyczną rynków organizowanych przez GPW jest utrzymywanie w obrocie papierów wartościowych relatywnie dużej liczby spółek o niewielkiej kapitalizacji. Według danych World Federation of Exchanges (WFE) średnia wartość spółek krajowych w 2022 r. na GPW wyniosła 191,0 mln USD i była ponad dziesięciokrotnie mniejsza niż średnia kapitalizacja spółek notowanych na największych giełdach w UE (2 015,3 mln USD)<sup>310</sup>. W 2022 r. na większości giełd europejskich odnotowano wyraźny spadek kapitalizacji spółek krajowych, m.in. wskutek obniżenia się kursów akcji oraz zmniejszenia liczby notowanych spółek na niektórych rynkach. Przykładowo w wyniku wprowadzenia zmian regulacyjnych oraz podatkowych liczba spółek na giełdach hiszpańskich zmniejszyła się z 2 585 w 2021 r. do 1 498 w 2022 r.<sup>311</sup>

Na koniec 2022 r. wartość akcji spółek krajowych pozostających w wolnym obrocie (*free float*) stanowiła 48,9% kapitalizacji Głównego Rynku GPW oraz 25,7% kapitalizacji rynku NewConnect, tj. wyraźnie mniej niż na innych giełdach europejskich. Duża część tych instrumentów znajduje się bowiem w posiadaniu podmiotów o długim horyzoncie inwestycyjnym (np. Skarbu Państwa, inwestorów strategicznych, funduszy emerytalnych). Płynność akcji niewielkich podmiotów jest często istotnie mniejsza niż instrumentów udziałowych dużych spółek.

### **Wielkość Głównego Rynku GPW**

W 2022 r. na rozwój Głównego Rynku GPW w dużym stopniu oddziaływały tendencje na światowych rynkach akcji. W szczególności duże znaczenie miały skutki zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę oraz związany z tym spadek zainteresowania przedsiębiorstw pozyskiwaniem kapitału przez emisję instrumentów udziałowych. W analizowanym okresie wartość rynkowa spółek krajowych i zagranicznych, których akcje znajdowały się w obrocie na Głównym Rynku GPW, w tym na zasadzie *dual listing*, zmniejszyła się o 15,1% w porównaniu z poprzednim rokiem i na koniec 2022 r. wyniosła 1 114,2 mld zł (tabela 5.2.16). Wartość rynkowa spółek krajowych zmniejszyła się z 701,2 mld zł do 574,7 mld zł, a jej relacja do PKB (18,7%) była najniższa od 20 lat. Zmiana kapitalizacji wspomnianego rynku wynikała głównie ze spadku cen akcji oraz wycofania z obrotu akcji 22 spółek (wykres 5.2.24).

Przez pierwsze trzy kwartały 2022 r. na światowych rynkach akcji obserwowano silny spadek cen instrumentów udziałowych (wykres 5.2.25). Niektórzy inwestorzy postrzegali Polskę jako kraj szczególnie narażony na przebieg działań zbrojnych w Ukrainie ze względu na położenie geograficzne oraz konieczność importowania surowców energetycznych, które silnie zdrożały po wybuchu wojny. Ponadto na wyceny spółek notowanych na GPW negatywnie wpływały obawy dotyczące słabnącego tempa i perspektyw wzrostu gospodarczego, a także zacieśnianie polityki pieniężnej w związku z rosnącą inflacją. W takich uwarunkowaniach spadki cen akcji notowanych na rynku krajowym były istotnie większe niż na najważniejszych giełdach światowych. Przez

<sup>310</sup> Podana wartość dotyczy rynków z UE ujętych w tabeli 5.2.15 z pominięciem GPW.

<sup>311</sup> Dane pochodzą z raportu: <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2022/ing/Market-Report-BME-2022.pdf>.



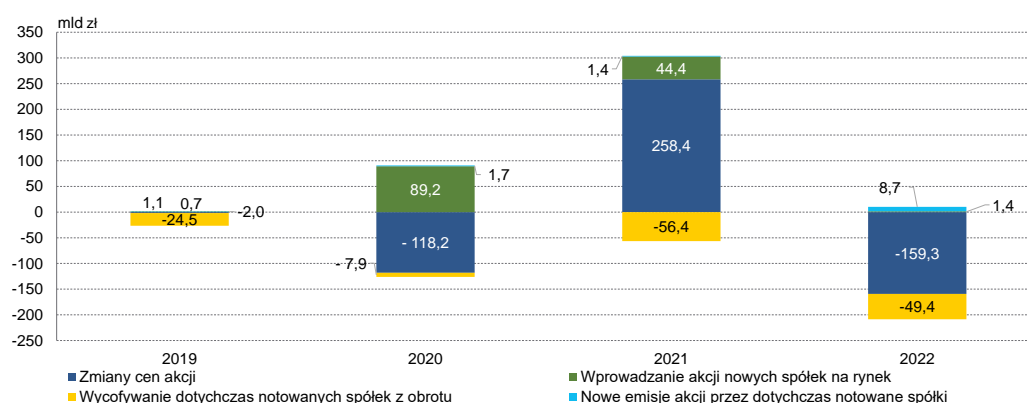
dziesięć pierwszych miesięcy 2022 r. indeks WIG20 stracił prawie 40%, S&P500 spadł o 25,2%, DAX o 24,3%, a CAC o 20,2%.

**Tabela 5.2.16.** Podstawowe wskaźniki Głównego Rynku GPW w latach 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Kapitalizacja na koniec roku (mld zł)	1 103,8	1 068,7	1 312,7	1 114,2
- w tym spółek krajowych	550,2	538,8	701,2	574,7
Relacja kapitalizacji spółek krajowych na koniec roku do PKB (%)	24,0	23,0	26,7	18,7
Liczba spółek na koniec roku	449	433	430	415
- w tym liczba spółek zagranicznych	48	49	47	44
Liczba IPO	7	7	16	8
Wartość IPO (mld zł)	0,0	9,6	9,2	0,0
Liczba spółek wycofanych z obrotu	22	24	19	22
Wskaźnik <i>free float</i> na koniec roku (%)	50,1	49,4	48,5	48,9
Stopa zwrotu z indeksu WIG (%)	0,2	-1,4	21,5	-17,1
Liczba rachunków papierów wartościowych na koniec roku (tys.)	1 245,3	1 329,5	1 374,4	1 604,7

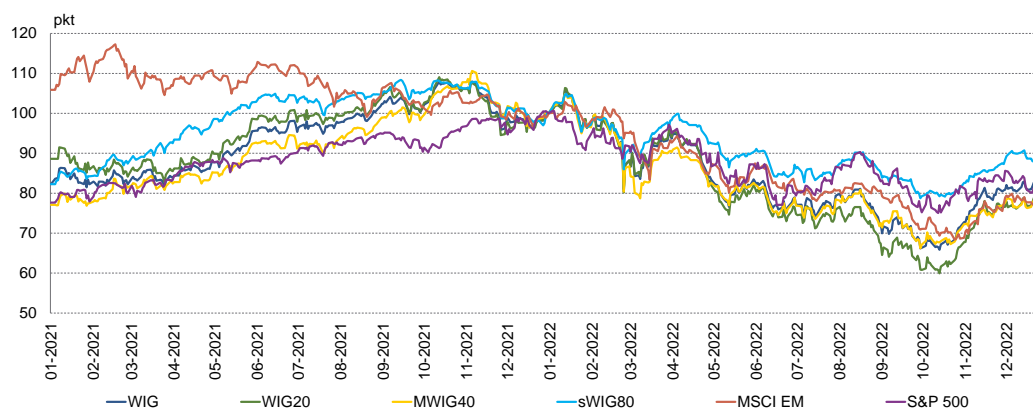
Źródło: GPW, KDPW.

**Wykres 5.2.24.** Dekompozycja zmian kapitalizacji Głównego Rynku GPW w latach 2019–2022



Źródło: opracowano na podstawie danych GPW oraz Bloomberg.

**Wykres 5.2.25.** Wybrane indeksy giełdowe w latach 2021–2022



Uwaga: szeregi zostały znormalizowane do 100 pkt na 31 grudnia 2021 r.

Źródło: Bloomberg.

W IV kwartale 2022 r. indeksy giełdowe istotnie wzrosły (indeks WIG zyskał w tym okresie 25,0%), na co miały wpływ m.in. spadki cen na światowych rynkach surowców, poprawa prognoz makroekonomicznych, a także częściowa normalizacja funkcjonowania globalnych łańcuchów dostaw. Dodatkowym czynnikiem, który mógł sprzyjać wspomnianym wzrostom cen w ostatnim kwartale, był wzrost udziału inwestorów zagranicznych w obrotach na Głównym Rynku GPW.

W 2022 r. najbardziej zmniejszyła się wycena rynkowa indeksów średnich oraz dużych spółek (mWIG40 spadł o 21,5%, a WIG20 o blisko 21,0%). W przypadku WIG20 odnotowano największy spadek od 2008 r. Najmniej spadł indeks sWIG80 w 2022 r., którego wycena obniżyła się o 12,8%. Dla porównania w 2022 r. indeks S&P500 stracił 19,4%, DAX – 12,3%, a CAC – 9,5%.

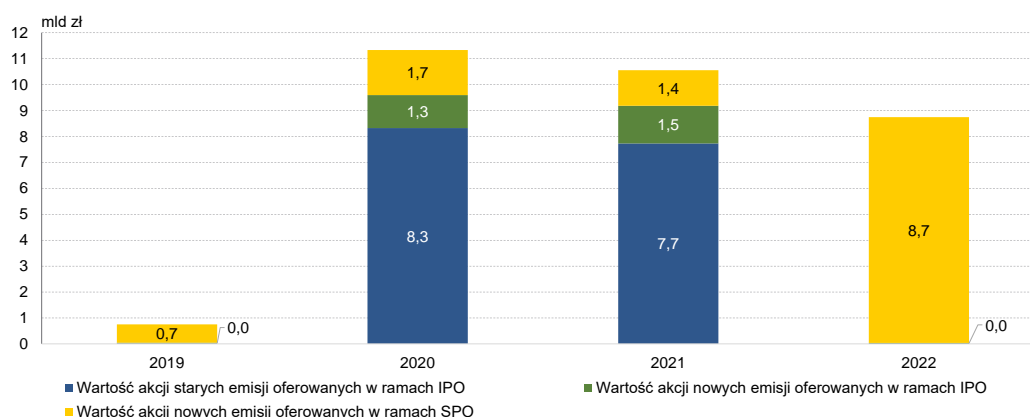
W ujęciu sektorowym największy spadek zaobserwowano w przypadku indeksu WIG–Ukraina (57,4%), bowiem wszystkie spółki wchodzące w jego skład prowadziły działalność gospodarczą na terytorium objętym działaniami wojennymi. Indeks WIG–Banki również zanotował duży spadek (o 27,6%), spowodowany przede wszystkim pogarszającymi się perspektywami wzrostu gospodarczego, wprowadzeniem tzw. wakacji kredytowych oraz rosnącym ryzykiem prawnym związanym z portfelem kredytów walutowych posiadanych przez niektóre banki. Zmniejszyła się również wycena rynkowa indeksu największych spółek z sektora gier komputerowych (WIG.GAMES5 stracił 24,6%), m.in. w związku z niższymi niż zakładane przychodami firm z branży producentów gier komputerowych. Indeks WIG–Chemia zanotował w 2022 r. wzrost (o 10,9%), na co wpływ mogło mieć zniesienie ograniczeń gospodarczych wprowadzonych z powodu pandemii COVID-19 i wzrost popytu na produkty chemiczne.

W analizowanym okresie z obrotu na Głównym Rynku GPW wycofano akcje 22 spółek, co przełożyło się na zmniejszenie kapitalizacji tego rynku o 49,4 mld zł. Przyczynami wycofania były: decyzje głównego akcjonariusza o wycofaniu spółki z obrotu na GPW (15), upadłości likwidacyjne (3) fuzja notowanych spółek (2), przymusowa restrukturyzacja (1) oraz wykluczenie przez KNF (1). Koszty utrzymywania instrumentów udziałowych w obrocie na rynku regulowanym oraz wypełniania związanych z tym obowiązków informacyjnych powodowały, że inwestorzy większościowi niektórych spółek decydowali się na ogłoszenie wezwania na wykup pozostałych akcji i wycofanie ich z obrotu.

W 2022 r. do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje 8 spółek (wszystkie były wcześniej notowane na rynku NewConnect). Na emisję nowych akcji o wartości 39,7 mln zł zdecydowała się tylko jedna z nich. Nie odnotowano emisji tzw. starych akcji (wykres 5.2.26). Pod względem wartości IPO był to rok z najsłabszym wynikiem w historii funkcjonowania Głównego Rynku GPW. Po wybuchu wojny kilka spółek odwołało albo zawiesiło planowane wejście na Główny Rynek GPW. Wojna w Ukrainie przyczyniła się do globalnego spadku wartości debiutów giełdowych. Według danych PwC liczba przeprowadzonych IPO na świecie była w analizowanym

okresie o 70% mniejsza niż w 2021 r.<sup>312</sup> Największy debiut miał miejsce na giełdzie we Frankfurcie, a wartość tego IPO (9,1 mld euro) odpowiadała za około 2/3 wartości wszystkich debiutów, które odbyły się na giełdach europejskich w 2022 r.

**Wykres 5.2.26.** Wartość akcji wprowadzonych do obrotu na Głównym Rynku GPW w latach 2019–2022



Źródło: GPW.

Ponadto na niewielką w porównaniu z rynkami zagranicznymi wartość IPO na rynkach GPW miała wpływ struktura krajowego sektora przedsiębiorstw. Za wyjątkiem spółek Skarbu Państwa, których akcje zostały już wprowadzone do obrotu, na rynkach organizowanych przez GPW dominowały małe przedsiębiorstwa oraz podmioty funkcjonujące w ramach zagranicznych grup kapitałowych. Dla małych spółek koszty związane z organizacją emisji akcji i dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym, a następnie wypełnianiem obowiązków informacyjnych, mogły być zbyt wysokie, aby były one zainteresowane pozyskiwaniem kapitału w wyniku emisji akcji.

W 2022 r. wartość akcji wyemitowanych przez podmioty już obecne na Głównym Rynku GPW (*second public offering* – SPO) była wyraźnie większa niż rok wcześniej i wyniosła 8,7 mld zł (5 największych emisji stanowiło 94% tej kwoty). Ponad połowa wartości akcji wyemitowanych w 2022 r. w ramach wtórnych ofert publicznych pochodziła od trzech dużych spółek z sektora energetycznego. Zgodnie z ich deklaracjami środki pozyskane z emisji miały być przeznaczone m.in. na rozwój odnawialnych źródeł energii.

Średnia dzienna wartość transakcji (sesyjnych i pakietowych) akcjami na Głównym Rynku GPW wyniosła 1 167,8 mln zł, tj. o 11,5% mniej niż w poprzednim roku (tabela 5.2.17). Miało to związek m.in. ze spadkiem cen akcji na tym rynku oraz mniejszą aktywnością inwestorów indywidualnych, którzy w warunkach rosnącej inflacji wybierali alternatywne formy lokowania kapitału (m.in. oszczędnościowe obligacje skarbowe oraz lokaty bankowe, które charakteryzowały się znikomym ryzykiem przy zdecydowanie wyższych niż w poprzednich latach stopach zwrotu).

<sup>312</sup> *Global IPO Watch 2022*, PwC, 2022, dostępny na stronie: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/assets/pwc-global-ipo-watch-2022.pdf>.

Wskaźnik płynności rynku (relacja wspomnianej wartości transakcji do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku) wyniósł 45,9%, wobec 50,5% rok wcześniej, co świadczy o mniejszym niż w poprzednim roku zainteresowaniu obrotem akcjami wśród inwestorów.

**Tabela 5.2.17.** Obroty akcjami na Głównym Rynku GPW w latach 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Roczne obroty netto akcjami (w mld zł)	195,3	311,1	331,0	293,1
- w tym obroty sesyjne (w mld zł)	191,5	297,3	313,5	285,6
- średnio na sesję (w mln zł)	787,4	1 234,6	1 318,7	1 167,8
Średnia liczba transakcji na sesję	72,1	133,0	135,7	131,4
Relacja wartości obrotów netto akcjami do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku (w %) <sup>1</sup>	34,6	57,1	50,5	45,9

<sup>1</sup> 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.

Źródło: GPW.

Średnia wartość pojedynczej transakcji zmniejszyła się i w analizowanym okresie osiągnęła wieloletnie minimum (8,9 tys. zł), przy średniej dziennej liczbie zawartych transakcji na poziomie tylko nieznacznie niższym niż w 2021 r. (131,4 tys.). Obserwowany od 2020 r. wzrost liczby transakcji względem lat wcześniejszych mógł wynikać z większego znaczenia 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<sup>313</sup>. W 2022 r. funkcjonowały uruchomione w poprzednich latach programy wspierania płynności: *High Volume Provider* (HVP) oraz *High Volume Funds* (HVF). Obydwa programy przewidują niższe opłaty dla inwestorów, którzy zawierają transakcje o wystarczająco dużej wartości.

W 2022 r. GPW kontynuowała prace nad autorskim systemem transakcyjnym WATS, który przekazano do testów domom maklerskim oraz dostawcom oprogramowania i którego uruchomienie zaplanowano na listopad 2024 r.<sup>314</sup> Ma on zastąpić kilkanaście systemów transakcyjnych używanych na GPW, w tym docelowo umożliwić rezygnację z systemu UTP, oraz pozwalać na notowanie wszystkich klas aktywów. Architektura nowego systemu ma być wykorzystywana przez różne spółki z Grupy Kapitałowej GPW. Zgodnie z planami GPW WATS

<sup>313</sup> I. Ammar, S. Hellara *High-frequency trading, stock volatility, and intraday crashes*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, maj 2022, s. 337–344.

<sup>314</sup> Komunikat GPW w sprawie wdrożenia systemu transakcyjnego WATS dostępny na stronie: [https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn\\_id=113697&title=Aktualizacja+harmonogramu+wdro%C5%BCenia+systemu+transakcyjnego+WATS](https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=113697&title=Aktualizacja+harmonogramu+wdro%C5%BCenia+systemu+transakcyjnego+WATS).

ma być także sprzedawany na rynki zagraniczne<sup>315</sup>. Ponadto w analizowanym okresie GPW opracowała produkty służące m.in. do analizy mikro- i makrostruktury rynku oraz aplikacje służącą do wykrywania nieprawidłowości związanych z handlem na giełdzie.

4 listopada 2022 r. na GPW uruchomiony został nowy rynek ASO – GlobalConnect, na którym można było zawierać transakcje akcjami pięciu spółek z rynku niemieckiego (Allianz, BMW, Mercedes Benz, Siemens i Volkswagen). Notowania tych akcji odbywały się w trakcie sesji giełdowej na GPW, a ich kursy podawano w złotych. Do końca 2022 r. na rynku GlobalConnect zawarto 278 transakcji, których wartość wyniosła 0,7 mln zł.

W 2022 r. na Głównym Rynku GPW notowano tytuły uczestnictwa 11 funduszy ETF, dziewięć zarządzanych przez podmiot krajowy i dwa zarządzane przez podmiot zagraniczny. Podmiot krajowy wprowadził do obrotu nowy fundusz ETF odwzorowujący indeks krajowych obligacji skarbowych TBSP.Index oraz zarządzał wcześniej utworzonymi funduszami ETF na indeksy giełdowe Nasdaq-100NTR, S&P500NTR, WIGTechTR, sWIG80TR, WIG20TR, mWIG40TR, WIG20short oraz WIG20lev. Celem funduszy ETF zarządzanych przez podmioty zagraniczne było odwzorowywanie indeksów DAX oraz S&P500. Rozwijanie przez GPW oferty funduszy ETF jest odpowiedzią na tendencje obserwowane na dojrzałych rynkach kapitałowych. W ostatnich latach wzrosło zainteresowanie inwestowaniem pasywnym ze względu na niższe koszty zarządzania i przeciętnie wyższe stopy zwrotu w porównaniu z funduszami zarządzanymi aktywnie. Wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach ETF na GPW wyniosła 10,1 mld zł (wobec 11,2 mld zł na koniec 2021 r.). Średnie dzienne obroty tymi instrumentami wzrosły o 55%, do 4,1 mln zł. Według danych GPW w 2022 r. zawarto ponad 170 tys. transakcji tymi instrumentami, w tym najwięcej jednostkami funduszu odwzorowującego indeks WIG20lev (prawie 34 tys.).

Na koniec 2022 r. na Głównym Rynku GPW notowano 42 serie certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte (40 serii na koniec 2021 r.). W analizowanym okresie wartość obrotów tymi instrumentami nieznacznie spadła w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosła 46 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 rynku NewConnect**

Wartość spółek notowanych na rynku NewConnect zmniejszyła się w 2022 r. o 4,7 mld zł do 14,5 mld zł na koniec roku (tabela 5.2.18). Wartość NCIndex spadła w tym okresie o 19,6%, do czego przyczyniły się te same czynniki co w przypadku Rynku Głównego GPW oraz przeniesienie notowań akcji ośmiu spółek z rynku NewConnect na Główny Rynek GPW (na koniec 2022 r. kapitalizacja tych spółek wyniosła ponad 1,4 mld zł).

---

<sup>315</sup> Wywiad dostępny na stronie: <https://www.parkiet.com/parkiet-plus/art38325381-rynkowy-strach-zwiazany-z-systemem-wats-ma-jedynie-wielkie-oczy>.

W 2022 r. wartość obrotów netto akcjami w tym ASO kolejny rok z rzędu istotnie spadła i wyniosła 2,6 mld zł (wobec 6,3 mld zł rok wcześniej oraz 14,9 mld zł w 2020 r.). Relacja obrotów do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca 2022 r. spadła do 15,3% (w poprzednim roku 33,4%) i pozostawała wyraźnie niższa niż na Głównym Rynku GPW. Jedną z przyczyn mniejszej płynności rynku NewConnect jest niewielka wartość akcji w wolnym obrocie (wskaźnik *free float* wyniósł 25,7% na koniec 2022 r.). Ponadto niektórzy inwestorzy, którzy zakupili akcje notowane na NewConnect w latach 2020–2021, mogli wstrzymać się z ich sprzedażą ze względu na wyraźny spadek cen tych papierów udziałowych.

**Tabela 5.2.18.** Podstawowe wskaźniki rynku NewConnect w latach 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Kapitalizacja na koniec roku (w mld zł)	9,7	19,8	19,2	14,5
- w tym spółek krajowych	9,1	18,7	19,0	14,4
Liczba spółek na koniec roku	375	373	380	379
Liczba IPO	15	14	32	16
Liczba spółek wycofanych z obrotu	27	16	25	17
Wskaźnik <i>free float</i> na koniec roku (%)	18,7	22,3	22,9	25,7
Stopa zwrotu z NCIndex (w %)	19,3	108,9	-21,3	-19,6
Wartość obrotów netto akcjami w roku (w mld zł)	1,5	14,9	6,3	2,6
Średnia wartość obrotów netto akcjami na sesję (w mln zł)	6,2	59,3	25,1	10,3
Średnia liczba transakcji na sesję (w tys.)	3,3	20,0	12,2	6,7
Średnia wartość pojedynczej transakcji (w tys. zł)	1,9	3,0	2,0	1,5

Źródło: GPW.

Na zmianę kapitalizacji rynku NewConnect w 2022 r. wpłynęło ponadto wprowadzenie do obrotu akcji 16 nowych spółek oraz wycofanie z rynku instrumentów 17 emitentów. Przyczynami wycofywania akcji z obrotu na NewConnect były: przeniesienie notowań na Główny Rynek GPW (8), upadłości likwidacyjne (4) oraz inne decyzje akcjonariuszy (5). Wartość akcji wprowadzonych do obrotu w ramach IPO (głównie tzw. starych emisji) wyniosła 87,1 mln zł, tj. o 51,6% mniej niż w roku poprzednim. Przy emisjach tych akcji korzystano ze zwolnienia z obowiązku publikacji prospektów emisyjnych. Według danych GPW w 2022 r. wartość emisji w ramach SPO wyniosła 245,3 mln zł, zdecydowanie mniej niż w 2021 r. (401,7 mln zł).

### Uczestnicy rynków instrumentów udziałowych organizowanych przez GPW

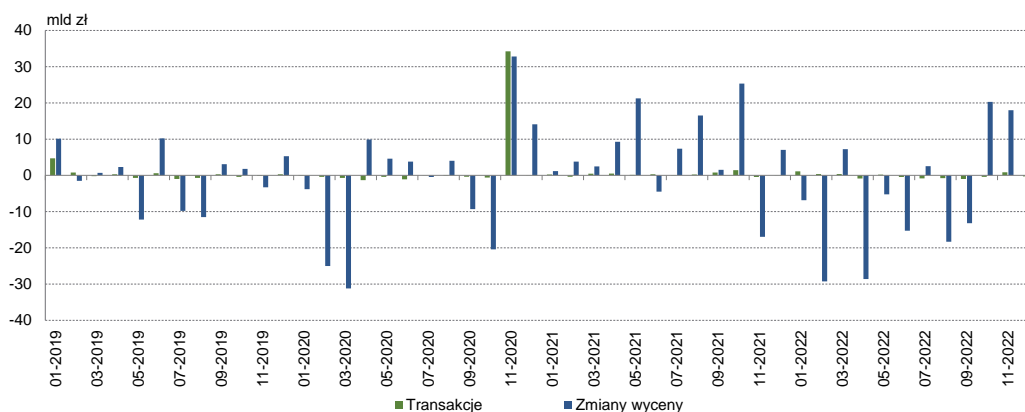
Według danych NBP na koniec 2022 r. największy udział w kapitalizacji spółek krajowych notowanych na rynkach akcji organizowanych przez GPW (Głównym Rynku GPW i NewConnect) mieli rezydenci – 60,0%. Wśród tych podmiotów najważniejszą grupę stanowili inwestorzy instytucjonalni, przede wszystkim OFE i fundusze inwestycyjne. Na koniec grudnia OFE utrzymywały w swych portfelach notowane na Głównym Rynku GPW akcje emitentów krajowych



o wartości 116,0 mld zł (wobec 144,2 mld zł rok wcześniej)<sup>316</sup>. W ciągu roku w ujęciu netto nabyły one wspomniane instrumenty za 1,5 mld zł. Wartość instrumentów udziałowych spółek krajowych znajdujących się w portfelach funduszy inwestycyjnych spadła z 31,2 mld zł na koniec 2021 r. do 27,0 mld zł na koniec 2022 r. Istotnym akcjonariuszem spółek z Głównego Rynku GPW pozostawał Skarb Państwa, który posiadał instrumenty udziałowe notowane na tym rynku o wartości 92,9 mld zł<sup>317</sup>. Sprawował on kontrolę m.in. nad ośmioma spółkami z indeksu WIG20, których łączna waga w tym indeksie na koniec 2022 r. wyniosła 56,7%. Skarb Państwa nie uczestniczył aktywnie w obrocie wtórnym akcjami notowanych spółek.

Wartość portfela instrumentów udziałowych w posiadaniu nierezydentów zmniejszyła się do 252,9 mld zł na koniec 2022 r. (z 318,4 mld na koniec poprzedniego roku)<sup>318</sup>. Spadek zaangażowania inwestorów zagranicznych wynikał głównie z obniżenia się cen akcji spółek. W 2022 r. nierezydenci sprzedali instrumenty o wartości około 1,8 mld zł (wykres 5.2.27). Udział tej grupy inwestorów w kapitalizacji rynku akcji GPW w 2022 r. spadł o 3 pkt proc. do 40% na koniec analizowanego okresu (wykres 5.2.28).

**Wykres 5.2.27.** Zmiana zaangażowania inwestorów zagranicznych w akcje spółek krajowych notowanych na rynkach zorganizowanych GPW w latach 2019–2022



Źródło: NBP.

Najaktywniejszymi uczestnikami Głównego Rynku GPW byli inwestorzy zagraniczni, którzy w 2022 r. zawierali średnio na sesję transakcje o wartości 1 445,0 mln zł (wobec 1 418,5 mln zł w roku poprzednim). Relacja udziału ich transakcji w obrotach (64%) do udziału posiadanych

<sup>316</sup> Sprawozdanie Zarządu z działalności grupy kapitałowej GPW 2022 r., dostępne na stronie internetowej: [https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/raporty/R2022/PL/Sprawozdanie\\_Zarzadu\\_dzialalnosc\\_GK\\_GPW\\_2022.xhtml](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/raporty/R2022/PL/Sprawozdanie_Zarzadu_dzialalnosc_GK_GPW_2022.xhtml).

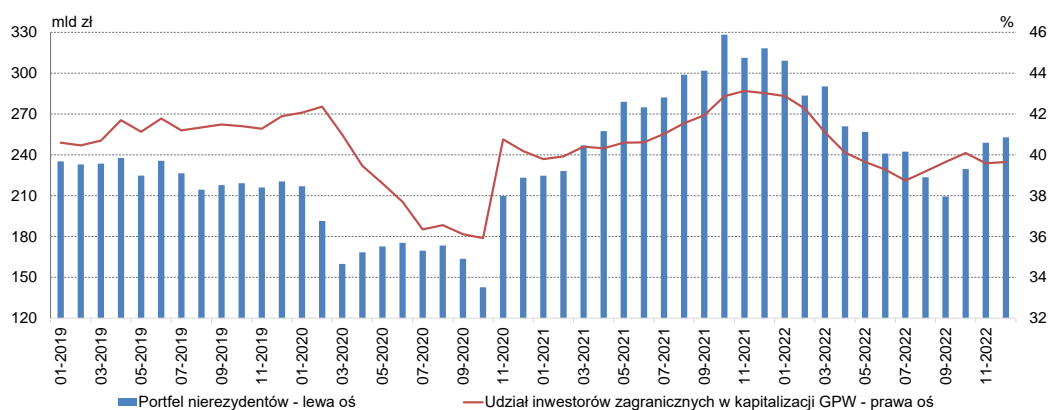
<sup>317</sup> Dane dotyczące zaangażowania Skarbu Państwa obejmują zarówno akcje posiadane bezpośrednio, jak również za pośrednictwem Polskiego Funduszu Rozwoju.

<sup>318</sup> 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.



przez nich akcji w kapitalizacji GPW (40%) sugeruje, że wspomniana grupa inwestorów częściej niż inwestorzy krajowi decydowała się na zawieranie transakcji krótkoterminowych.

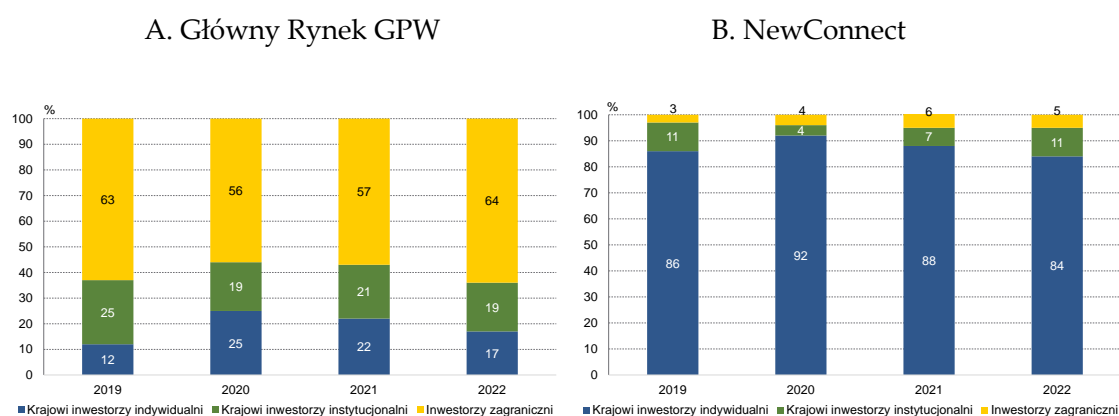
**Wykres 5.2.28.** Udział inwestorów zagranicznych w kapitalizacji spółek krajowych notowanych na rynkach zorganizowanych GPW w latach 2019–2022



Źródło: NBP.

Drugą najbardziej aktywną grupą uczestników rynku regulowanego byli inwestorzy instytucjonalni, którzy w 2022 r. w ujęciu brutto zawierali transakcje o wartości 435,4 mln zł (wobec 516,0 mln zł w 2021 r.). W efekcie ich udział w obrotach akcjami na Głównym Rynku GPW w analizowanym okresie wyniósł 19% (wykres 5.2.29).

**Wykres 5.2.29.** Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach sesyjnych na rynkach akcji organizowanych przez GPW w latach 2019–2022



Źródło: GPW.

Najmniej aktywną grupą inwestorów Głównego Rynku GPW byli klienci indywidualni – średnio na sesję zawierali oni transakcje o wartości 395,7 mln zł, tj. o 30% mniej niż rok wcześniej. Zmniejszone zainteresowanie inwestorów indywidualnych akcjami notowanymi na GPW mogło być związane ze spadkiem cen akcji wielu spółek, a także większą atrakcyjnością innych sposobów lokowania oszczędności. Liczba rachunków papierów wartościowych wzrosła w 2022 r. o prawie

231 tys. do ponad 1,6 mln na koniec roku. Do tego wzrostu przyczyniły się przede wszystkim zwiększona popularność oszczędnościowych obligacji skarbowych oraz rynku *forex*.

W obrotach na rynku NewConnect, podobnie jak w latach poprzednich, dominowali inwestorzy indywidualni, choć ich udział zmniejszył się o 4 pkt proc. i na koniec 2022 r. wyniósł 84,0% (wykres 5.2.29). Duży udział tej grupy inwestorów w obrotach na NewConnect wynikał m.in. z krótkiej historii działalności emitentów oraz niskiej kapitalizacji 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 2022 r. średnia wartość transakcji przeprowadzanych przez inwestorów indywidualnych podczas jednej sesji na NewConnect spadła do 16,6 mln zł (z 42,0 mln zł w 2021 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<sup>319</sup>. Wiodącą rolę na tym rynku odgrywają międzynarodowe banki inwestycyjne, które pełnią funkcję animatorów rynku, dostarczają waluty obce mniejszym bankom, obsługują największych klientów niebankowych i przeprowadzają 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 klientów.

Obroty i kurs na globalnym kasowym rynku złotego są determinowane przede wszystkim przez transakcje nierezydentów – głównie wcześniej wspomnianych banków inwestycyjnych i funduszy hedgingowych. Na aktywność tych podmiotów w 2022 r. wpływały m.in.: zmiany awersji do ryzyka wśród inwestorów i ich zainteresowanie spekulacją na rynkach walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej (szczególnie w kontekście dokonanej przez Rosję agresji na Ukrainę), zmieniające się oczekiwania inflacyjne i związana z nimi polityka pieniężna NBP oraz innych banków centralnych, jak również ocena sytuacji i perspektyw rozwoju polskiej gospodarki.

Zdecydowana większość (84%) 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. Zgodnie z danymi BIS stanowiły one niecałe 16% obrotów na wspomnianym rynku, z czego około połowa przypadła na transakcje z bankami zagranicznymi. Operacje wymiany walut dokonywane między bankami krajowymi odpowiadały za mniej niż 1% obrotów na globalnym kasowym rynku złotego. Najważniejszą parą walutową na tym rynku była para EUR/PLN, przy nieco mniejszym udziale transakcji USD/PLN.

#### Wielkość i uczestnicy rynku

W kwietniu 2022 r. BIS po raz kolejny przeprowadził badanie obrotów na rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych (*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity*)<sup>320</sup>. Zgodnie z wynikami tego badania złoty zajmował 19. pozycję na świecie wśród walut najczęściej wymienianych w transakcjach kasowych. Średnie dzienne obroty netto na globalnym kasowym rynku złotego w kwietniu 2022 r. wyniosły prawie

<sup>319</sup> Szerzej o strukturze podmiotowej i geograficznej światowego rynku walutowego w: Drehman M., Sushko V., *The global foreign exchange market in a higher volatility environment*, BIS Quarterly Review – December 2022, BIS, dostępnym pod adresem: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2212.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212.pdf).

<sup>320</sup> Światowe wyniki badania są dostępne pod adresem: <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>. W Polsce rolę koordynatora badania pełnił NBP, który na jego potrzeby zebrał dane od 12 banków krajowych i oddziałów instytucji kredytowych. Omówienie wyników badania dla Polski jest dostępne pod adresem: <https://nbp.pl/system-finansowy/obroty-na-ryнку-walutowymi-rynku-pozagieldowych-instrumentow-pochodnych-w-polsce/>.

15,5 mld USD i były o ponad 26% większe niż w poprzedniej edycji badania. Ponad 84% kasowych operacji złotego było realizowanych na rynku *offshore*, tj. między nierezydentami (tabela 5.3.1). Głównymi ośrodkami wymiany były Londyn i Nowy Jork (tabela 5.3.2), gdzie łącznie było realizowanych prawie 70% wszystkich transakcji kasowych z udziałem złotego.

**Tabela 5.3.1.** Średnie dzienne obroty netto na kasowym rynku złotego w kwietniu 2016, 2019 i 2022 r. (w mld USD)

	2016	2019	2022
<b>Kasowe transakcje walutowe</b>	<b>11,86</b>	<b>12,24</b>	<b>15,46</b>
- rynek krajowy	1,64	1,75	2,46
- rynek offshore	10,22	10,49	13,00

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: *Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets in 2022*.

**Tabela 5.3.2.** Średnia dzienna wartość brutto kasowych transakcji złotego realizowanych w poszczególnych krajach oraz udział tych transakcji w obrotach na globalnym kasowym rynku złotego w kwietniu 2022 r.

	Kraj	Obroty brutto (mln USD)	Udział w obrotach (%)
1	Wielka Brytania	8 997	47,1
2	Stany Zjednoczone	4 175	21,9
3	<b>Polska</b>	2 455	12,9
4	Niemcy	1 007	5,3
5	Singapur	527	2,8
6	Szwajcaria	461	2,4
7	Francja	220	1,2
8	Japonia	211	1,1
10	Belgia	109	0,6
	Pozostałe	921	4,8
	<b>Suma</b>	<b>19 083</b>	<b>100,0</b>

Uwaga: obroty w tabeli prezentowane są w ujęciu netto-brutto. Oznacza to, że zostały one skorygowane o efekt podwójnej sprawozdawczości tylko w ramach poszczególnych krajów.

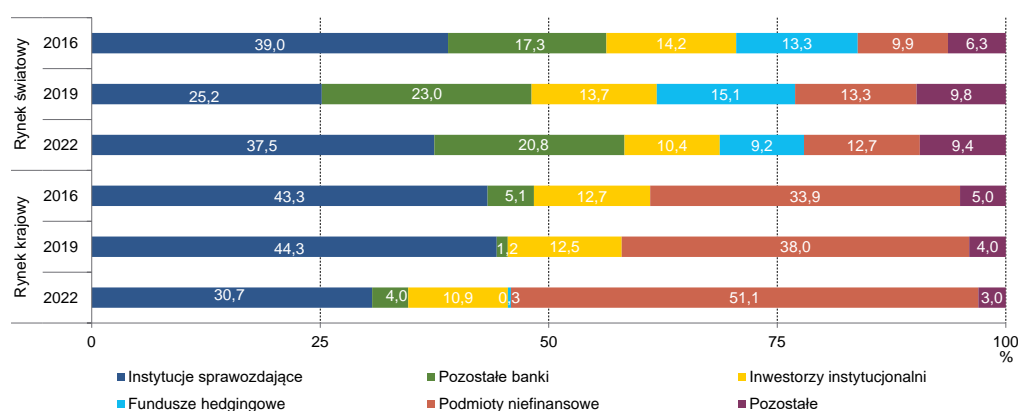
Źródło: *Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets in 2022*.

Dane BIS wskazują, że udział transakcji zawieranych przez instytucje sprawozdające<sup>321</sup> z innymi instytucjami sprawozdającymi lub z pozostałymi bankami w obrotach netto na globalnym

<sup>321</sup> Są to przede wszystkim duże banki komercyjne i inwestycyjne aktywne na rynku walutowym oraz na rynku instrumentów pochodnych OTC. Instytucje te są wskazywane przez banki centralne krajów biorących udział w badaniu *BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity*. Określona przez NBP lista instytucji sprawozdających z Polski znajduje się w załączniku 1 do publikacji *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2022 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce* (opracowanie dostępne pod adresem: <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/10/Polska2022.pdf>).

kasowym rynku złotego w kwietniu 2022 r. wyniósł około 58%, tj. o około 10 pkt proc. więcej niż w poprzedniej edycji badania (wykres 5.3.1). Największe banki zagraniczne dysponowały bowiem odpowiednio dużymi kapitałami na pokrycie ryzyka rynkowego i limitami kredytowymi na kontrahentów oraz zapleczem eksperckim niezbędnym do przeprowadzania operacji o charakterze spekulacyjnym na dużą skalę, w tym z wykorzystaniem algorytmów generujących zlecenia kupna i sprzedaży (*algorithmic trading, high frequency trading*). Podmioty te zajmowały się ponadto obsługą mniejszych banków oraz zagranicznych niebankowych instytucji finansowych, oferując im zautomatyzowane platformy transakcyjne oraz dodatkowe usługi związane z zawieraniem transakcji walutowych. W szczególności popularna była usługa *prime brokerage*, która pozwalała mniejszym podmiotom na zawieranie transakcji w imieniu danego banku inwestycyjnego w ramach udostępnionej im części jego limitów kredytowych. W kwietniu 2022 r. prawie 41% transakcji na globalnym kasowym rynku złotego zostało zawartych przy udziale banku działającego jako *prime broker*.

**Wykres 5.3.1.** Struktura podmiotowa obrotów netto na światowym i krajowym kasowym rynku złotego w kwietniu 2016, 2019 i 2022 r.



Uwaga: wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości, wykres przedstawia strukturę podmiotową kontrahentów transakcji zawartych przez instytucje sprawozdające.

Źródło: opracowano na podstawie publikacji *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* z 2016, 2019 oraz 2022 r.

W 2022 r. na globalnym kasowym rynku złotego zaobserwowano wyraźny spadek udziału transakcji realizowanych przez niebankowe instytucje finansowe. Ograniczenie aktywności tych podmiotów mogło w pewnym stopniu wynikać ze zmniejszenia się międzynarodowych przepływów kapitałowych w okresie podwyższonej zmienności cen i awersji do ryzyka związanych m.in. z wojną w Ukrainie<sup>322</sup>.

Na krajowym kasowym rynku złotego, obejmującym transakcje, w których przynajmniej jedną ze stron jest bank działający w Polsce, średnie dzienne obroty w 2022 r. wyniosły około 11,9 mld zł

<sup>322</sup> Drehman M., Sushko V., *The global foreign exchange market in a higher volatility environment*, BIS Quarterly Review – December 2022, BIS, dostępny pod adresem: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2212.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212.pdf).

i były nieznacznie niższe niż rok wcześniej. Kasowy rynek złotego pozostawał największym lokalnym rynkiem walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, ze średnią dzienną wartością transakcji przewyższającą ponad dwukrotnie wielkość rynku forinta i ponad trzykrotnie wielkość rynku korony czeskiej (tabela 5.3.3).

**Tabela 5.3.3.** Średnie dzienne obroty netto na krajowym kasowym rynku walutowym złotego, korony czeskiej i forinta w 2022 r. (w mln USD)

	Złoty	Forint	Korona czeska
Obroty ogółem, w tym:	2 664,3	1 318,9	806,3
- transakcje EUR/waluta krajowa	1 744,7	975,9	637,8
- transakcje USD/waluta krajowa	786,1	298,8	106,3

Uwaga: dane dla korony czeskiej na podstawie transakcji zarejestrowanych w styczniu, kwietniu, lipcu i październiku 2022 r.

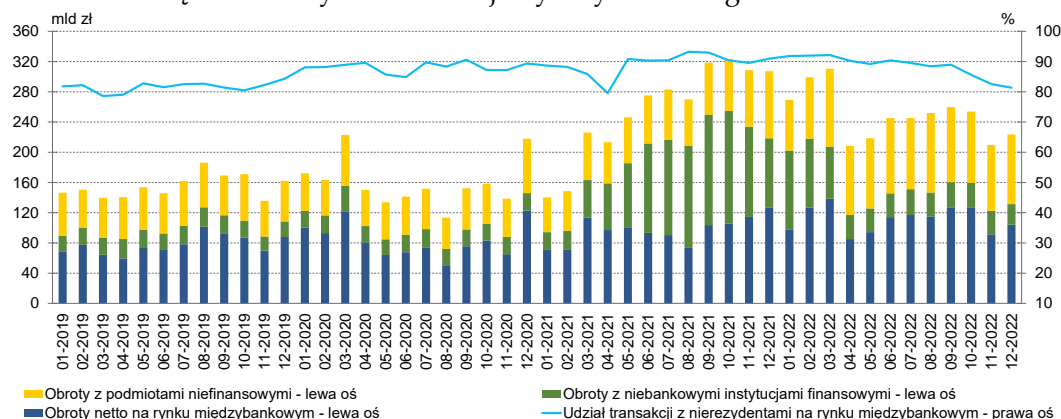
Źródło: dane Česká Národní Banka, Magyar Nemzeti Bank i NBP.

Prawie 45% wartości transakcji na krajowym rynku złotego stanowiły operacje między bankami – ich średnia dzienna wartość w 2022 r. była większa o 16% niż rok wcześniej i wyniosła 5,3 mld zł. Dominowały operacje z bankami zagranicznymi, odpowiadające za prawie 89% obrotów netto na rynku międzybankowym w Polsce (wykres 5.3.2). 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 2022 r. wyniosła 0,6 mld zł.

Transakcje banków krajowych z podmiotami niefinansowymi w 2022 r. odpowiadały za ponad 36% obrotów netto na kasowym rynku złotego w Polsce. Ich średnia dzienna wartość wyniosła 4,3 mld zł i była o ponad 40% większa niż w 2021 r. Krajowe podmioty niefinansowe zawierały transakcje kasowe głównie na potrzeby płatności walutowych związanych bezpośrednio z ich bieżącą działalnością operacyjną i inwestycyjną. Z tego względu zarówno istotny wzrost wartości obrotów towarowych<sup>323</sup> (do którego przyczynił się m.in. silny wzrost cen surowców energetycznych), jak i osłabienie się złotego względem walut gospodarek rozwiniętych (w 2022 r., w porównaniu z poprzednim rokiem, złoty w ujęciu średniorocznym osłabił się o około 3% względem euro i około 15% wobec dolara amerykańskiego) mogły przyczynić się do zwiększenia wartości transakcji realizowanych w tym segmencie rynku kasowego.

<sup>323</sup> Statystyka bilansu płatniczego publikowana przez NBP dostępna pod adresem: <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-bilansu-platniczego/>.

Wykres 5.3.2. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku złotego w latach 2019–2022



Źródło: dane NBP pozyskane od grupy banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Ponadto w analizowanym okresie w strukturze podmiotowej obrotów na krajowym rynku złotego istotnie spadł (z 37% w 2021 r. do 19% w 2022 r.) udział transakcji z krajowymi niebankowymi instytucjami finansowymi, głównie funduszami inwestycyjnymi. Niektóre podmioty w większym stopniu pozyskiwały waluty obce bezpośrednio w transakcjach *fx swap*, rezygnując z zawierania syntetycznych swapów walutowych (tj. złożenia operacji kasowej i *outright forward*) na udostępnianych przez niektóre banki elektronicznych platformach transakcyjnych.

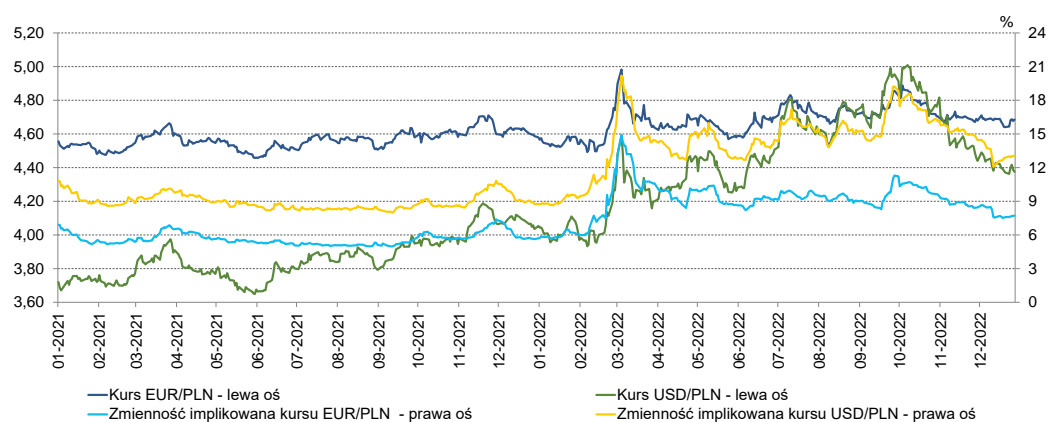
### Kurs złotego i jego zmienność

Ze względu na strukturę uczestników rynku złotego kurs EUR/PLN był w dużej mierze kształtowany przez oceny inwestorów dotyczące perspektyw rozwoju gospodarczego Polski oraz wydarzenia na światowych rynkach finansowych i w niewielkim stopniu zależał od przepływów wynikających z wymiany handlowej podmiotów krajowych. Ponadto złoty był postrzegany przez niektórych inwestorów zagranicznych jako waluta, której kurs dobrze odzwierciedla globalne trendy odnoszące się do 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 przyczyniać się do podwyższonej zmienności jego kursu, szczególnie w okresach zaburzeń na światowych rynkach finansowych.

W lutym 2022 r. złoty gwałtownie osłabił się względem euro pod wpływem silnego wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych spowodowanego dokonaną przez Rosję agresją na Ukrainę (wykres 5.3.3). W kolejnych miesiącach restrykcyjna polityka NBP (w okresie od marca do września RPP sześciokrotnie podnosiła stopy procentowe NBP – w rezultacie stopa referencyjna wzrosła z 2,75% do 6,75%), lepsze od oczekiwanych dane o tempie wzrostu gospodarczego Polski oraz spadek prawdopodobieństwa materializacji scenariusza zwycięstwa Rosji przełożyły się na umocnienie złotego i stabilizację kursu EUR/PLN, jednak na nieco wyższym poziomie niż przed wybuchem wojny. Również zmienność implikowana tego kursu, po początkowym istotnym wzroście, począwszy od połowy marca zaczęła stopniowo maleć.



**Wykres 5.3.3.** Kurs złotego do euro i dolara amerykańskiego oraz zmienność implikowana tych kursów walutowych w latach 2021–2022



Uwaga: zmienność implikowana kalkulowana na podstawie cen trzymiesięcznych opcji walutowych ATM.

Źródło: Bloomberg.

Kurs złotego względem dolara amerykańskiego był determinowany głównie przez zmiany kursów EUR/PLN oraz EUR/USD. W związku z tym charakteryzował się większą zmiennością niż kurs EUR/PLN. W 2022 r. w kierunku istotnej deprecjacji złotego względem dolara amerykańskiego oddziaływały zarówno te czynniki, które przyczyniały się do wzrostu kursu EUR/PLN, jak i podnoszenie stóp procentowych przez Rezerwę Federalną w tempie największym od ponad 40 lat. W rezultacie w 2022 r. dolar amerykański umocnił się względem złotego średniorocznie o ponad 15%.

### Struktura rynku

Na kasowym rynku złotego, podobnie jak na rynkach innych walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, najważniejszą parą walutową były transakcje wymiany tych walut na euro. Zgodnie z danymi BIS w kwietniu 2022 r. udział operacji EUR/PLN w obrotach na światowym kasowym rynku złotego wyniósł około 51% i był nieznacznie niższy niż w poprzedniej edycji badania. Jednocześnie wzrosło znaczenie drugiej najistotniejszej pary walutowej, tj. USD/PLN. Udział takich operacji w obrotach na kasowym rynku złotego wzrósł z 40% w kwietniu 2019 r. do 44% w kwietniu 2022 r. Mogło to być związane z rosnącą wartością transakcji realizowanych z wykorzystaniem usługi *prime brokerage*. Operacje te były zazwyczaj przeprowadzane przez niebankowe instytucje finansowe spoza UE (w szczególności fundusze hedgingowe i inwestorów instytucjonalnych ze Stanów Zjednoczonych), które finansowały się głównie w dolarach amerykańskich.

W porównaniu z rynkiem globalnym na krajowym rynku kasowym złotego przewaga transakcji EUR/PLN była wyraźnie większa. W 2022 r. odpowiadały one za około 65% wartości obrotów netto z udziałem rezydentów, podczas gdy transakcje USD/PLN – tylko za około 30%. Na rynku międzybankowym udział operacji wymiany złotego na euro był jeszcze większy i w 2022 r. wyniósł 74%. Para walutowa EUR/PLN przeważała również w strukturze walutowej transakcji na rynku klientowskim. Takie operacje stanowiły około 59% wartości obrotów na rynku

klientowskim w analizowanym okresie, podczas gdy około 33% obrotów w tym segmencie rynku 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 także kasowych transakcji wymiany walut obcych na inne waluty obce. W 2022 r. średnie dzienne obroty w tym segmencie rynku wzrosły o 14% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosły 3,6 mld zł. Wzrost ten mógł wynikać ze wspomnianej deprecjacji złotego względem walut gospodarek wysokorozwiniętych. Swapy 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 nabycie danej waluty bezpośrednio za złote. W strukturze podmiotowej obrotów w tym segmencie rynku dominowały operacje międzybankowe – ich średnia dzienna wartość wyniosła 3,1 mld zł, w tym 68% stanowiły operacje wymiany EUR/USD.

### Infrastruktura rynku

Wyniki badania BIS wskazują, że w kwietniu 2022 r. prawie 85% międzybankowych kasowych operacji wymiany złotego w Polsce było zawieranych z wykorzystaniem elektronicznych środków komunikacji. Elektroniczne platformy transakcyjne umożliwiające zawieranie transakcji tylko z wybranym gronem kontrahentów (tzw. *disclosed venues*) zyskały na popularności w ostatnich trzech latach – transakcje zrealizowane w ten sposób odpowiadały za 36% 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, co mogło mieć szczególne znaczenie w odniesieniu do transakcji podlegających tradycyjnemu rozrachunkowi z wykorzystaniem banków-korespondentów (Ramka 5.3.1). Wraz z rozwojem *disclosed venues* malało znaczenie anonimowych systemów automatycznie kojarzących zlecenia kupna i sprzedaży (tzw. *anonymous venues*), takich jak np. Refinitiv Matching – transakcje zrealizowane za ich pośrednictwem w kwietniu 2022 r. odpowiadały za około 16% wartości obrotów na międzybankowym rynku transakcji kasowych złotego. Z kolei elektroniczne platformy transakcyjne, na których kwotowania i płynność dostarczane były przez pojedynczy bank pełniący funkcję *liquidity provider* (np. DB Autobahn, CitiFX, itp.), odpowiadały za około 17% wartości obrotów na tym rynku. Taką infrastrukturę stosowano głównie przy realizacji operacji w ramach tej samej grupy kapitałowej. Elektroniczne systemy konwersacyjne, z kolei, wykorzystano do ustalenia warunków transakcji kasowych złotego, które odpowiadały za 15% wartości obrotów zrealizowanych między bankami krajowymi.

Za pomocą głosowych metod komunikacji (tj. telefonu i brokera głosowego) przeprowadzono transakcje odpowiadające za około 15% wartości obrotów na międzybankowym rynku transakcji

kasowych złotego. Korzystano z takich metod głównie przy realizowaniu operacji o niestandardowych warunkach, charakteryzujących się np. większą kwotą nominalną lub wcześniejszym terminem rozrachunku.

Standardowa wartość transakcji kasowych na krajowym rynku międzybankowym dla relacji EUR/PLN i USD/PLN wynosiła 1–3 mln, odpowiednio, euro i dolarów amerykańskich. Duża płynność tego rynku umożliwiała realizowanie także operacji o wyraźnie większych nominałach bez wywierania znacznego wpływu na kurs złotego.

W odniesieniu do segmentu klientowskiego wyniki badania BIS wskazują na to, że w kwietniu 2022 r. niebankowe instytucje finansowe do zawierania transakcji kasowych najczęściej wykorzystywały telefon (37% wartości obrotów w tym segmencie rynku) oraz elektroniczne platformy transakcyjne udostępniane przez pojedyncze banki (32%). Metody te były również najczęściej wybierane przez przedsiębiorstwa niefinansowe. Podmioty te zrealizowały z wykorzystaniem wspomnianych platform oraz telefonu, odpowiednio, 52% oraz 41% wartości swoich operacji na krajowym kasowym rynku złotego. Ponadto wśród mniejszych przedsiębiorstw 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.

**Ramka 5.3.1.** Wykorzystywane przez banki krajowe metody rozrachunku transakcji walutowych i ograniczania związanego z nim ryzyka

#### *Ryzyko związane z rozrachunkiem transakcji walutowych*

Rozrachunek transakcji walutowej polega na wymianie między kontrahentami określonych kwot środków pieniężnych nominowanych w różnych walutach, w ustalonym przez strony dniu rozrachunku – dla transakcji kasowych jest to standardowo drugi dzień roboczy od daty jej zawarcia (T+2). Ze względu na konieczność wymiany dwóch różnych walut przy rozrachunku międzybankowych transakcji walutowych wykorzystywane są dwa różne systemy płatnicze (*real-time gross settlement system* – RTGS), odpowiednie dla każdej z walut będących przedmiotem wymiany. Tradycyjnie rozrachunek transakcji walutowych odbywa się na bazie brutto za pośrednictwem banków-korespondentów, którzy mają bezpośredni dostęp do systemów RTGS odpowiednich dla poszczególnych walut. Każdy bank chcący dokonać płatności w walutach obcych musi posiadać rachunki walutowe (tzw. rachunki *nostro*) w odpowiednich bankach zagranicznych<sup>1</sup>.

Wykorzystanie dwóch odrębnych systemów RTGS do rozrachunku transakcji naraża każdą ze stron na ryzyko przekazania kontrahentowi środków w walucie, którą ta strona sprzedaje, i nieotrzymania w zamian ekwiwalentu w walucie kupowanej. W ramach ryzyka rozrachunku z tytułu transakcji walutowych przeważnie wyróżnia się trzy główne komponenty<sup>2</sup>:

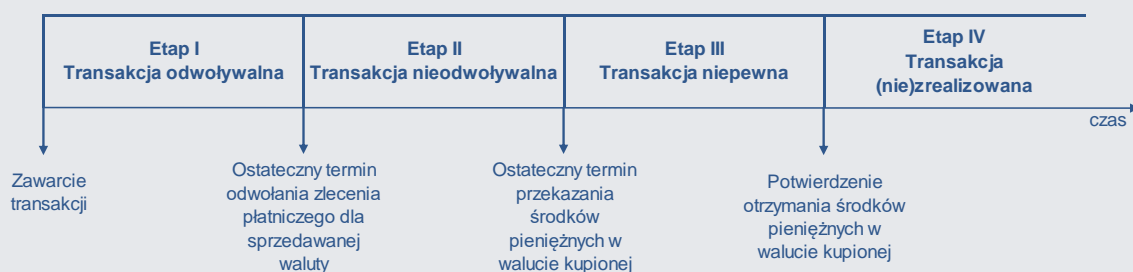
- ryzyko płynności (*liquidity risk*) – brak terminowej dostawy zakupionej waluty może skutkować u jej nabywcy trudnościami z realizacją jego własnych płatności nominowanych w tej walucie, co może przekładać się na dodatkowe koszty związane z koniecznością pozyskania płynności z innych źródeł, a w skrajnym przypadku z brakiem możliwości obsługi własnych zobowiązań i tym samym niewypłacalnością w danej walucie;
- ryzyko kosztu zastąpienia (*replacement cost risk*) – ze względu na zmieniające się warunki rynkowe w przypadku nieskutecznego rozrachunku transakcji walutowej koszt zawarcia analogicznej transakcji

w późniejszym terminie może być dla danego podmiotu znacznie większy niż w przypadku pierwotnej transakcji, co może negatywnie wpłynąć na jego wynik finansowy;

- ryzyko utraty nominalu (*principal risk*) – w skrajnym przypadku w wyniku materializacji ryzyka kredytowego kontrahenta środki pieniężne przekazane podmiotowi sprzedającemu walutę mogą zostać utracone, co może spowodować istotne straty finansowe po stronie podmiotu kupującego walutę. Ten komponent ryzyka rozrachunku określa się często w literaturze jako tzw. ryzyko Herstatt<sup>3</sup>.

Przy rozrachunku transakcji na bazie brutto wartość narażona na ryzyko Herstatt jest równa całej kwocie waluty kupowanej. Teoretycznie ekspozycja na to ryzyko trwa od momentu, w którym instrukcja płatnicza dla płatności w walucie sprzedanej nie może być odwołana bez zgody drugiej strony transakcji, aż do momentu otrzymania waluty kupionej (etap II na schemacie 1). W praktyce czas ten jednak może być dłuższy, ponieważ potwierdzenie otrzymania środków pieniężnych w walucie zakupionej może być odebrane przez kontrahenta z opóźnieniem (etap III).

**Schemat 1.** Etapy rozrachunku transakcji walutowej



Źródło: opracowano na podstawie *Foreign exchange settlement practices in Australia*, Reserve Bank of Australia, December 1997.

Wspomniany czas trwania ekspozycji w dużej mierze determinują godziny operacyjne systemów RTGS odpowiednich dla poszczególnych walut będących przedmiotem wymiany oraz godziny operacyjne i procedury banków-korespondentów związane z realizacją zleceń płatniczych w danym systemie. W niektórych przypadkach rozbieżne czasy operacyjne systemów RTGS (np. RTGS Singapuru działa od godz. 1.00 do godz. 11.00 czasu GMT, podczas gdy RTGS Argentyny działa od godz. 11.00 do godz. 23.00 czasu GMT), w połączeniu z dodatkowym czasem wymaganym przez banki-korespondentów na realizację zleceń płatniczych, mogą skutkować istotnym wydłużeniem okresu, w którym jeden z kontrahentów narażony jest na ryzyko z tytułu rozrachunku transakcji walutowych. Z tego względu na świecie od lat podejmowane są koordynowane przez BIS wysiłki mające na celu usprawnienie realizacji płatności międzynarodowych, np. przez wydłużanie czasu działania systemów RTGS w poszczególnych jurysdykcjach oraz tworzenie globalnych i regionalnych okien rozrachunkowych, w trakcie których aktywnych jest możliwie dużo lokalnych systemów płatności wysokokwotowych<sup>4</sup>.

#### *Najczęściej stosowane metody ograniczania ryzyka rozrachunku*

Zarówno rekomendacje Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego<sup>5</sup>, jak i Global FX Code<sup>6</sup> wymieniają kilka metod ograniczania ryzyka z tytułu rozrachunku transakcji walutowych:

- Bilateralny netting płatności** – kontrahent stosujący tę metodę przed dokonaniem płatności na rzecz drugiego podmiotu pomniejsza wartość wszystkich wymagalnych na dany dzień i nominowanych w określonej walucie swoich zobowiązań wobec tego podmiotu o wartość wymagalnych zobowiązań drugiego podmiotu wobec kontrahenta. W rezultacie danego dnia zamiast szeregu płatności realizowanych w obu kierunkach dla każdej transakcji z osobna przez każdego z kontrahentów dla każdej waluty objętej umową nettingową realizowana jest pojedyncza płatność. Podmiot, którego suma zobowiązań na dany dzień w danej walucie jest wyższa, przekazuje kontrahentowi jedynie kwotę tej różnicy. Rozwiązanie to jest szczególnie skuteczne w relacjach między animatorami rynku, którzy przeprowadzają znaczną liczbę

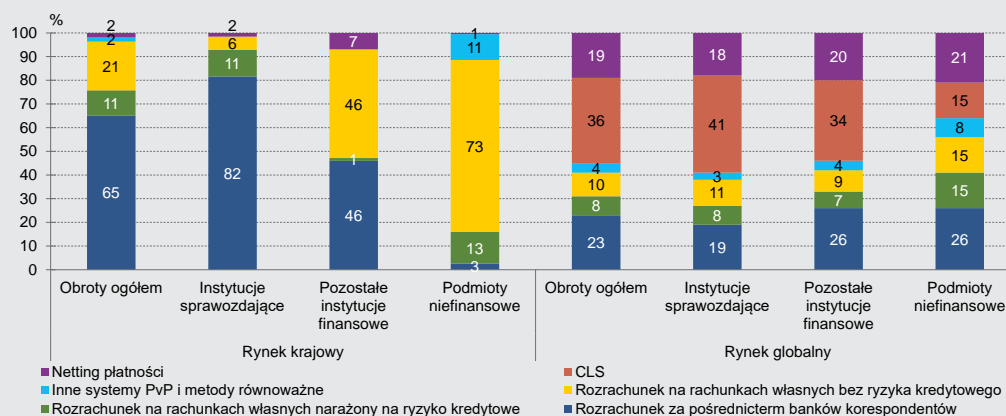
transakcji (kasowych i terminowych) w obu kierunkach, tj. w danym dniu wielokrotnie dokonują zarówno zakupu, jak i sprzedaży danej waluty. W takim przypadku netting płatności może pozwolić na istotne ograniczenie wartości narażonej na ryzyko Herstatt (oraz zapotrzebowania na płynność w danej walucie). Rozwiązanie to może być jednak mało skuteczne w przypadku kontrahentów, którzy zawierają ze sobą niewiele transakcji lub gdy transakcje między nimi realizowane są w tym samym kierunku.

2. **Rozrachunek na zasadzie *payment vs. payment* (PvP)** – zlecenie płatnicze danego podmiotu w jednej walucie zostanie zrealizowane tylko i wyłącznie wówczas, gdy możliwa będzie jednoczesna realizacja płatności na rzecz tego podmiotu w drugiej walucie w ramach danego systemu PvP. Najczęściej wymaga to uprzedniego dostarczenia przez obu kontrahentów odpowiednich kwot w obu walutach na rachunki pieniężne powiązane z danym systemem PvP lub prowadzone w jego ramach. Największym systemem infrastruktury potransakcyjnej, umożliwiającym rozrachunek transakcji walutowych PvP w 18 walutach<sup>7</sup>, jest Continuous Linked Settlement, którego operatorem jest CLS Bank International z siedzibą w Nowym Jorku<sup>8</sup>.
3. **Rozrachunek na rachunkach własnych/internalizowany (*on-us/internalised settlement*)** – rozrachunek transakcji w taki sposób jest możliwy, jeżeli rachunki walutowe obu kontrahentów transakcji są prowadzone przez ten sam podmiot (najczęściej jeden z kontrahentów, ale może to być również podmiot trzeci). W takim przypadku rozrachunek transakcji następuje przez jednoczesne uznanie i obciążenie odpowiednich rachunków walutowych w ramach wewnętrznych systemów księgowych danego podmiotu. Rozwiązanie to jest najczęściej stosowane w relacjach banków z klientami i może nie eliminować ryzyka kredytowego związanego z ewentualną upadłością podmiotu prowadzącego wspomniane rachunki.

#### Metody rozrachunku transakcji wykorzystywane przez banki krajowe

Zgodnie z wynikami organizowanego przez BIS badania obrotów na rynku walutowym i rynku instrumentów pochodnych OTC metody rozrachunku transakcji walutowych stosowane przez podmioty krajowe w kwietniu 2022 r. istotnie odbiegały od standardów stosowanych na rynku globalnym<sup>9</sup>. Banki krajowe w znacznie mniejszym stopniu ograniczały bowiem ryzyko związane z rozrachunkiem transakcji walutowych za pomocą PvP czy nettingu. W kwietniu 2022 r. prawie dwie trzecie płatności z tytułu transakcji na krajowym rynku walutowym (zgodnie z metodyką badania obejmującym: operacje kasowe, *outright forward*, *fx swap*, CIRS i opcje walutowe) zostało zrealizowane z wykorzystaniem banków-korespondentów, podczas gdy w analogicznym okresie na globalnym rynku walutowym odsetek płatności zrealizowanych w ten sposób wyniósł jedynie 23% (wykres 1).

**Wykres 1.** Metody rozrachunku transakcji wykorzystywane na krajowym i globalnym rynku walutowym w kwietniu 2022 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych BIS i NBP.

Ten relatywnie duży udział transakcji zrealizowanych na bazie brutto za pośrednictwem banków-korespondentów był w dużej mierze związany ze strukturą walutową oraz podmiotową transakcji



realizowanych na krajowym rynku walutowym. Za zdecydowaną większość obrotów realizowanych przez banki krajowe odpowiadały bowiem transakcje z udziałem złotego, do rozrachunku których banki krajowe nie mogły wykorzystać systemu CLS, za pośrednictwem którego w kwietniu 2022 r. dokonano rozrachunku aż 36% płatności na globalnym rynku walutowym. Z kolei możliwość zastosowania i skuteczność nettingu płatności była ograniczana przez kierunkową pozycję walutową krajowego sektora bankowego i bardzo niewielki udział banków krajowych w obrotach na globalnym rynku złotego.

W świetle tych uwarunkowań banki krajowe starały się ograniczać ryzyko z tytułu międzybankowych transakcji walutowych podlegających rozrachunkowi za pośrednictwem banków-korespondentów przez skracanie okresu ekspozycji na ryzyko Herstatt. Z informacji pozyskanych przez NBP wynika, że w ramach obowiązujących umów z kontrahentami zdecydowana większość banków krajowych powinna otrzymywać należne płatności w najczęściej wymienianych walutach obcych (tj. EUR i USD) jeszcze w tym samym dniu roboczym, w którym sama realizuje swoje zobowiązania płatnicze, co jeszcze kilka lat temu nie było powszechną praktyką<sup>10</sup>. Znacznemu skróceniu uległ również czas między otrzymaniem płatności od kontrahenta a potwierdzeniem jej otrzymania (etap III na schemacie 1), co również przekłada się na poprawę efektywności procesu zarządzania ryzykiem rozrachunku. Wspomniany krótki czas ekspozycji na ryzyko rozrachunku w transakcjach z udziałem PLN, EUR i USD oraz niewielki udział transakcji waluta obca-waluta obca zniechęcał banki krajowe do ponoszenia kosztów związanych z uzyskaniem dostępu do systemów działających na zasadzie PvP (w szczególności CLS), umożliwiających rozrachunek transakcji bez udziału złotego.

Dane BIS wskazują, że na globalnym rynku walutowym standardy stosowane w odniesieniu do rozrachunku transakcji klientowskich (tj. operacji realizowanych z podmiotami niefinansowymi oraz z podmiotami finansowymi innymi niż instytucje sprawozdające) nie odbiegały istotnie od zasad stosowanych na potrzeby rozrachunku operacji walutowych między instytucjami sprawozdającymi. W dużej mierze wynikało to ze struktury podmiotowej tego rynku, bowiem najaktywniejszymi podmiotami w ramach globalnego segmentu klientowskiego były (mniejsze) inne banki, niebankowe instytucje finansowe (np. operatorzy elektronicznych platform transakcyjnych i fundusze hedgingowe) oraz największe przedsiębiorstwa niefinansowe, które ze względu na skalę swojej działalności rynkowej stosowały bardzo podobne narzędzia zarządzania ryzykiem co instytucje sprawozdające.

Z kolei banki działające w Polsce, które realizowały transakcje klientowskie ze znacznie mniejszymi podmiotami (najczęściej krajowymi przedsiębiorstwami niefinansowymi oraz funduszami inwestycyjnymi) ograniczały ryzyko z tytułu tych operacji głównie przez dokonywanie ich rozrachunku na rachunkach własnych. W ten sposób w kwietniu 2022 r. zrealizowano prawie połowę płatności z tytułu transakcji z niebankowymi podmiotami finansowymi i prawie trzy czwarte płatności z tytułu transakcji z podmiotami niefinansowymi. W przypadku dużych podmiotów niefinansowych niektóre banki krajowe niekiedy decydowały się na ponoszenie ryzyka kredytowego z tytułu realizowanych transakcji i dokonywały rozrachunku operacji walutowych bez wcześniejszego zdeponowania przez klientów odpowiednich środków pieniężnych na rachunkach walutowych, z wykorzystaniem otwartych linii kredytowych udzielonych tym klientom.

<sup>1</sup> Uproszczony schemat rozrachunku transakcji walutowych z wykorzystaniem banków-korespondentów został przedstawiony w opracowaniu *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.*, NBP, 2014, s. 298, dostępnym na stronie internetowej <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/rozwoj2013.pdf>.

<sup>2</sup> *Foreign exchange settlement practices in Australia*, Reserve Bank of Australia, December 1997.

<sup>3</sup> Bankhaus Herstatt był niemieckim bankiem, którego upadłość w 1974 r. spowodowała poważne straty finansowe u innych uczestników rynku ze względu na niezrealizowane przez ten podmiot płatności z tytułu rozrachunku transakcji walutowych (głównie z udziałem USD). Bardziej aktualnymi przykładami materializacji tego ryzyka były straty poniesione przez KfW Bankengruppe (w wysokości około 300 mln EUR) w wyniku upadłości banku inwestycyjnego Lehman Brothers w 2008 r. oraz przez bank Barclays (w wysokości około 130 mln USD) w wyniku upadłości platformy wymiany walut UAE Exchange Centre w 2020 r.

<sup>4</sup> *Extending and aligning payment system operating hours for cross-border payments – Final Report*, BIS, CPMI, Basel, May 2022.

- <sup>5</sup> *Supervisory guidance for managing risks associated with the settlement of foreign exchange transactions*, BIS, BCBS, Basel, February 2013, dokument dostępny pod adresem: <https://www.bis.org/publ/bcbs241.pdf>.
- <sup>6</sup> *FX Global Code – A set of global principles of good practice in the Foreign Exchange Market*, Global Foreign Exchange Committee, July 2021, dokument dostępny pod adresem: [https://www.globalfx.org/docs/fx\\_global.pdf](https://www.globalfx.org/docs/fx_global.pdf).
- <sup>7</sup> Od listopada 2015 r. węgierski forint (HUF) jest osiemnastą walutą (oprócz AUD, CAD, CHF, DKK, EUR, GBP, HKD, ILS, JPY, KRW, MXN, NOK, NZD, SEK, SGD, USD, ZAR), której rozrachunek może być przeprowadzany za pośrednictwem systemu CLS. Komunikat CLS Group dostępny na stronie internetowej: <https://www.cls-group.com/news/cls-adds-hungarian-forint-to-settlement-system/>.
- <sup>8</sup> Uproszczony schemat funkcjonowania systemu CLS został przedstawiony w opracowaniu *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.*, NBP, 2014, s. 299–300, dostępny na stronie internetowej <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/rozwoj2013.pdf>.
- <sup>9</sup> Szerzej o standardach rozrachunku transakcji funkcjonującym na światowym rynku walutowym w artykule Glowka M., Nilsson T., *FX settlement risk: an unsettled issue*, *BIS Quarterly Review*, BIS, Basel, December 2022, s. 75–80, dostępny na stronie internetowej: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2212.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212.pdf).
- <sup>10</sup> Prowadzony przez Bank Rezerwy Federalnej system płatności RTGS dla dolara amerykańskiego, Fedwire, działa przez 22 godziny na dobę (od godz. 1.00 do godz. 23.00 GMT), co pozwala w znacznym stopniu zniwelować różnice czasowe między Europą a Ameryką Północną i umożliwia m.in. bankom londyńskim sprawną realizację płatności z tytułu transakcji nominowanych w USD. Bank Rezerwy Federalnej planuje wprowadzenie możliwości realizacji płatności dolarowych w trybie ciągłym 24/7, co mogłoby pozytywnie wpłynąć na atrakcyjność dolara amerykańskiego jako globalnej waluty rozliczeniowej. Obecnie prowadzone są prace nad usługą FedNow, która umożliwiłaby realizację płatności natychmiastowych w takim trybie na terenie Stanów Zjednoczonych. (Źródło: Komunikat Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej z 8 sierpnia 2020 r. dostępny na stronie internetowej: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20200806a.htm>).



## 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 na zorganizowanych wielostronnych platformach obrotu (*multilateral trading facilities*, MTF). Zaletą rynku giełdowego jest centralizacja obrotu i powszechne wykorzystywanie izby rozliczeniowej (najczęściej o statusie CCP), co zwiększa 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 stopniowo 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<sup>324</sup>. 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)<sup>325</sup>.

Dla funkcjonowania rynku instrumentów pochodnych OTC w UE istotne znaczenie mają 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, na zorganizowanych platformach 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, zgodnie z obowiązującymi wymogami regulacyjnymi, 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.

<sup>324</sup> *Triennial Central Bank Survey OTC interest rate derivatives turnover in April 2022*, BIS, 27 October 2022, s. 10, tabela 1 oraz *Triennial Central Bank Survey OTC foreign exchange turnover in April 2022*, BIS, 27 October 2022, s. 9, tabela 1.

<sup>325</sup> *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2022*, BIS, 17 May 2023.

### 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 2022 r. były zbliżone do odnotowanych rok wcześniej i wyniosły 15,1 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 stawki referencyjne krajowego rynku pieniężnego (wskaźniki WIBOR).

**Tabela 5.4.1.** Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2019–2022 (w mln zł)

	2019	2020	2021	2022
<b>Pozagiełdowe instrumenty pochodne</b>	<b>8 044,5</b>	<b>8 683,7</b>	<b>15 010,0</b>	<b>15 144,8</b>
- stopy procentowej	5 223,8	6 304,2	8 148,8	10 040,4
- walutowe	2 820,7	2 379,5	6 861,2	5 104,3
<b>Giełdowe instrumenty pochodne</b>	<b>796,2</b>	<b>985,2</b>	<b>1 105,5</b>	<b>1 478,2</b>
- walutowe	21,3	38,7	64,5	72,5
- związane z rynkiem akcji	775,0	946,5	1 041,0	1 405,7
- w tym <i>futures</i> na WIG20	700,5	844,1	930,0	1 322,1

Uwagi: obroty na rynku OTC wyliczono według wartości nominalnej, a na rynku giełdowym – według kwot rozliczenia transakcji. Rynek giełdowy obejmuje tylko instrumenty notowane na GPW. W przypadku tego rynku uwzględniono transakcje sesyjne i pakietowe. W zestawieniu nie uwzględniono kontraktów terminowych na stawki referencyjne WIBOR oraz na obligacje skarbowe, bowiem decyzją GPW od 4 listopada 2019 r. notowania tych instrumentów zostały zawieszane na czas nieokreślony. 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 poza Polską. 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 na rynku *offshore*.

W 2022 r. wolumen obrotów instrumentami pochodnymi na GPW wyniósł prawie 15,6 mln kontraktów i był on o 30% większy niż rok wcześniej. Zwiększenie aktywności odnotowano głównie w segmencie instrumentów związanych z rynkiem akcji, przy mniejszym wzroście zainteresowania notowanymi na GPW walutowymi kontraktami *futures*. Inwestorzy indywidualni wykorzystywali głównie akcyjne instrumenty pochodne oraz (w mniejszym stopniu) pochodne walutowe, 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 89,4% 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 2022 r. wyniosła prawie 3,5 bln zł (wzrost o 8% w porównaniu z końcem 2021 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 75% 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 3,0 bln zł. Dominowały operacje IRS nominowane w złotych, które są zawierane na okresy kilkuletnie i długo pozostają w sprawozdaniach banków<sup>326</sup>. Największy wzrost zaangażowania odnotowano jednak w przypadku transakcji FRA – wartość otwartych pozycji z ich tytułu na koniec 2022 r. była o około 80% wyższa niż rok wcześniej (tabela 5.4.2).

Wartość otwartych pozycji z tytułu walutowych instrumentów pochodnych wyniosła niecałe 0,5 mld zł i była nieznacznie niższa niż rok wcześniej. Inaczej niż w przypadku instrumentów pochodnych stopy procentowej, największe pozycje pozabilansowe wynikały z operacji o relatywnie krótszych przeciętnych terminach zapadalności, przede wszystkim transakcji *forward*.

<sup>326</sup> Sprawozdawczość pozycji pozabilansowych banków obejmuje wartość nominalną wszystkich transakcji, które nie wygasły na dzień sporządzenia sprawozdania – niezależnie od tego, kiedy zostały zawarte.

Jedynie w segmencie operacji bez udziału złotego przeważały otwarte pozycje z tytułu długoterminowych transakcji CIRS.

**Tabela 5.4.2.** Pozycje brutto banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC na koniec 2021 i 2022 r. (według wartości nominalnej instrumentów, w mld zł)

	2021		2022	
	złoty <sup>1</sup>	inne waluty	złoty <sup>1</sup>	inne waluty
<b>Instrumenty stopy procentowej</b>	<b>2 507,1</b>	<b>234,4</b>	<b>2 689,1</b>	<b>307,9</b>
- transakcje IRS	2 283,0	186,1	2 295,1	228,6
- transakcje FRA	214,9	0,0	388,4	0,0
- opcje	7,8	29,1	5,3	35,4
- transakcje OIS	0,3	12,9	0,3	27,0
- transakcje <i>forward</i> na obligacje	1,0	0,0	0,1	0,0
- inne	0,0	6,2	0,0	17,0
<b>Instrumenty walutowe</b>	<b>388,9</b>	<b>82,4</b>	<b>398,4</b>	<b>61,7</b>
- transakcje <i>forward</i> <sup>2</sup>	156,8	15,5	155,4	13,9
- transakcje CIRS	129,9	58,0	109,6	45,9
- opcje	102,2	8,9	133,4	1,9
<b>Instrumenty związane z rynkiem akcji<sup>3</sup></b>	<b>7,2</b>		<b>14,0</b>	
<b>Instrumenty kredytowe</b>	<b>0,0</b>		<b>0,0</b>	

<sup>1</sup> Dla instrumentów walutowych przedstawiono wartość nominalną transakcji pochodnych na kursy wymiany złotego względem walut obcych.

<sup>2</sup> Prezentowane wartości nie uwzględniają pozycji brutto z tytułu transakcji *fx swap*, które w niniejszym opracowaniu zaliczane są do instrumentów rynku pieniężnego.

<sup>3</sup> 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 2022 r. banki krajowe nie wykazywały zaangażowania na rynku kredytowych instrumentów pochodnych.

W 2022 r. wszystkie krajowe instytucje finansowe realizujące operacje instrumentami pochodnymi były zobowiązane, zgodnie z odpowiednimi regulacjami UE<sup>327</sup>, do wnoszenia zmiennych (właściwych) depozytów zabezpieczających w transakcjach rozliczanych bilateralnie. Ponadto od

<sup>327</sup> 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).

1 września 2022 r. znaczna część krajowego sektora finansowego (tj. podmioty należące do grup kapitałowych, dla których wartość pozycji z tytułu instrumentów pochodnych OTC rozliczanych bilateralnie przekraczała równowartość 8 mld euro) została objęta wymogiem wnoszenia wstępnych (początkowych) depozytów zabezpieczających<sup>328</sup>.

#### 5.4.2.1. Instrumenty pochodne stopy procentowej

##### Wielkość rynku

Zgodnie z wynikami organizowanego przez BIS badania *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity* średnie dzienne obroty netto na globalnym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w kwietniu 2022 r. wyniosły 15,0 mld USD, co dawało złotemu osiemnastą pozycję na świecie pod względem wartości obrotów. Rynek ten charakteryzował się m.in. znacznie większą płynnością niż rynek analogicznych instrumentów nominowanych w forintach węgierskich (tabela 5.4.3). Na segment transakcji IRS (w tym OIS) przypadło prawie 10,4 mld USD, na transakcje FRA – ponad 4,5 mld USD, a na opcje – 0,1 mld USD (tabela 5.4.4). Istotne zwiększenie się aktywności na tym rynku w porównaniu z poprzednią edycją badania mogło wynikać m.in. z większej niż trzy lata temu niepewności co do przyszłej sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie, co przekładało się na duże zróżnicowanie oczekiwań uczestników rynku na zmiany stóp procentowych NBP w średnim i długim okresie.

**Tabela 5.4.3.** Średnie dzienne obroty netto na światowym rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej nominowanych w wybranych walutach krajów Europy Środkowo-Wschodniej w kwietniu 2019 i 2022 r. (w mln USD)

	PLN		HUF	
	2019	2022	2019	2022
Rynek instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej	8 259	14 989	7 601	4 208
- transakcje FRA	2 279	4 529	4 523	1 521
- transakcje IRS (z OIS)	5 962	10 383	3 078	1 972
- opcje na stopę procentową	18	77	0	715

Źródło: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity.

Na światowym rynku instrumentów pochodnych OTC na stawki referencyjne polskiego rynku pieniężnego dominowały transakcje z udziałem nierezydentów – ponad 84% obrotów netto było realizowanych między podmiotami zagranicznymi (tj. na rynku *offshore*). Najważniejszymi ośrodkami handlu wspomnianymi instrumentami były Wielka Brytania i Polska, gdzie zrealizowano, odpowiednio, 84% i 13% obrotów brutto (tabela 5.4.5).

<sup>328</sup> Szerzej o mechanizmie funkcjonowania depozytów zabezpieczających w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r.*, NBP, 2020, s. 321–325.

**Tabela 5.4.4.** Średnie dzienne obroty netto w poszczególnych segmentach światowego rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w kwietniu 2019 i 2022 r. (w mld USD)

	2019	2022
Rynek instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej	<b>8,26</b>	<b>14,99</b>
Rezydent-rezydent	0,33	0,31
Rezydent-nierezydent	0,90	1,98
Nierezydent-nierezydent	7,03	12,70
Transakcje FRA	<b>2,28</b>	<b>4,53</b>
Rezydent-rezydent	0,05	0,12
Rezydent-nierezydent	0,43	1,26
Nierezydent-nierezydent	1,80	3,15
Transakcje IRS (z OIS)	<b>5,96</b>	<b>10,38</b>
Rezydent-rezydent	0,28	0,19
Rezydent-nierezydent	0,46	0,71
Nierezydent-nierezydent	5,22	9,48
Opcje na stopę procentową	<b>0,02</b>	<b>0,08</b>
Rezydent-rezydent	0,01	0,01
Rezydent-nierezydent	0,00	0,00
Nierezydent-nierezydent	0,01	0,07

Uwaga: wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: opracowano na podstawie Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity i danych NBP.

**Tabela 5.4.5.** Średnie dzienne obroty brutto na światowym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w kwietniu 2022 r.

	Obroty brutto (mld USD)	Udział w obrotach (%)
Wielka Brytania	15,11	83,58
<b>Polska</b>	<b>2,29</b>	<b>12,69</b>
Niemcy	0,25	1,37
Stany Zjednoczone	0,17	0,96
Holandia	0,17	0,92
Inne	0,09	0,48

Źródło: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2022.

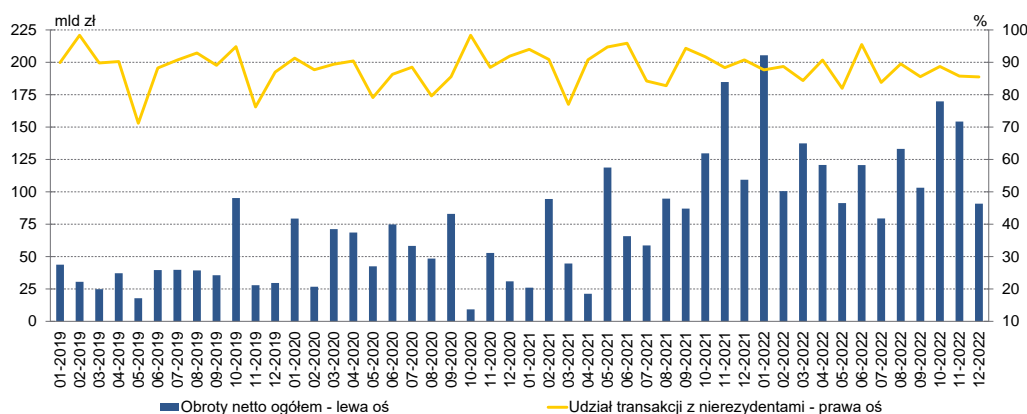
Na krajowym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w 2022 r. obserwowano, piąty rok z rzędu, wyraźny wzrost średnich dziennych obrotów netto. W analizowanym okresie wyniosły one 10,0 mld zł, czyli o ponad 22% więcej niż rok wcześniej. Wpływ na to miało przede wszystkim dużo większe zainteresowanie uczestników rynku transakcjami FRA.

W 2022 r. średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji FRA zwiększyły się o prawie 46% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosły niecałe 6,0 mld zł (wykres 5.4.1), osiągając tym samym największą wartość od 2008 r. Do takiego wzrostu aktywności na tym rynku przyczyniły się przede wszystkim mocno zróżnicowane oczekiwania jego uczestników co do



przyszłego poziomu stóp procentowych w Polsce. Silne zmiany tych oczekiwań, spowodowane m.in. utrzymującą się niepewnością odnośnie do tempa wzrostu gospodarczego Polski w związku z dokonaną przez Rosję agresją na Ukrainę oraz narastającą presją inflacyjną, skłaniały krajowe i zagraniczne banki do częstszego wykorzystywania transakcji FRA w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem stóp procentowych oraz spekulacji na ich zmiany.

**Wykres 5.4.1.** Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji FRA nominowanych w złotych w latach 2019–2022



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

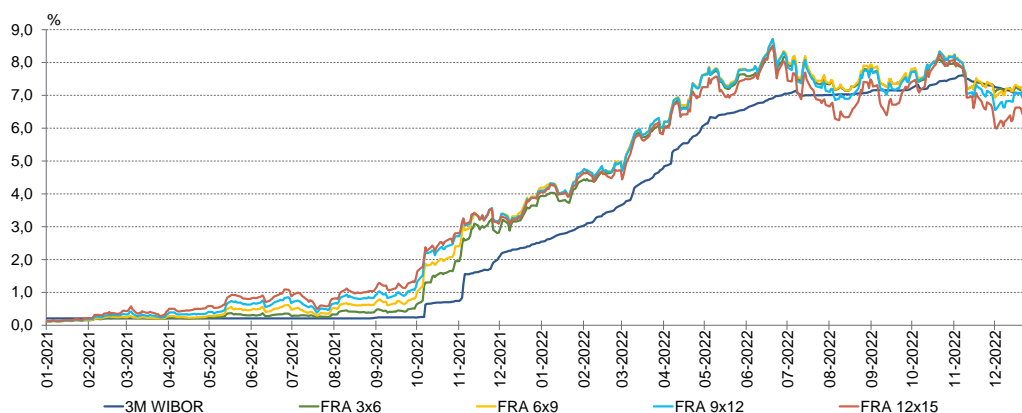
Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Zainteresowanie tymi instrumentami zmieniało się w poszczególnych miesiącach 2022 r. Największą aktywność na rynku transakcji FRA obserwowano:

- w styczniu, kiedy opublikowano średnioroczny wskaźnik CPI w 2021 r., który znacznie przekroczył cel inflacyjny NBP, co wzmocniło oczekiwania niektórych uczestników rynku na przyspieszenie tempa i zwiększenie skali podwyżek stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie (wykres 5.4.2);
- na przełomie lutego i marca, gdy wybuch wojny w Ukrainie i związany z nim gwałtowny wzrost cen surowców energetycznych przyczyniły się do nasilenia presji inflacyjnej i tym samym skokowego nasilenia się oczekiwań uczestników rynku na zaostrzenie polityki pieniężnej przez NBP;
- w okresie październik–listopad, kiedy brak kolejnych podwyżek stóp procentowych NBP wpłynął na zmianę oczekiwań uczestników rynku co do dalszego kierunku polityki pieniężnej banku centralnego w krótkim okresie.



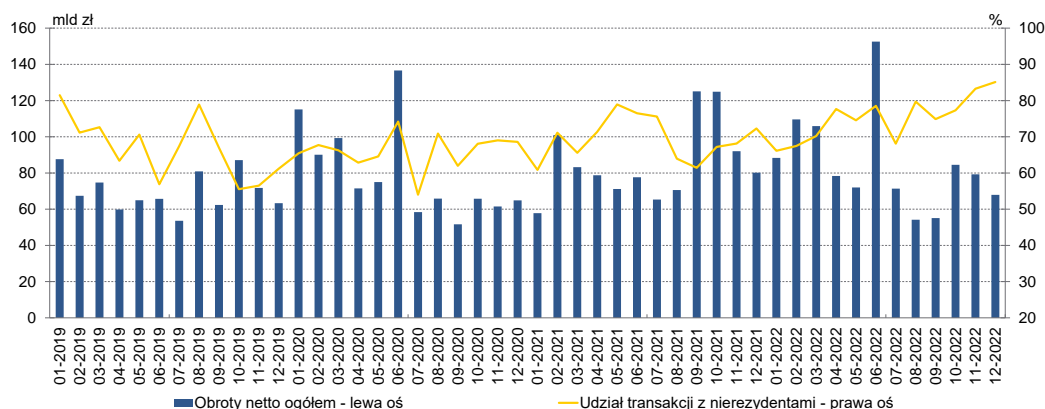
**Wykres 5.4.2.** Bieżące (wskaźnik WIBOR 3M) i oczekiwane stopy procentowe (stawki FRA) na krajowym rynku pieniężnym w latach 2021–2022



Źródło: Bloomberg.

Średnia dzienna wartość operacji zrealizowanych na krajowym rynku transakcji IRS w 2022 r. wyniosła 4,0 mld zł i była zbliżona do odnotowanej rok wcześniej (wykres 5.4.3). Na 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 2022 r. (wykres 5.4.4).

**Wykres 5.4.3.** Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji IRS nominowanych w złotych w latach 2019–2022



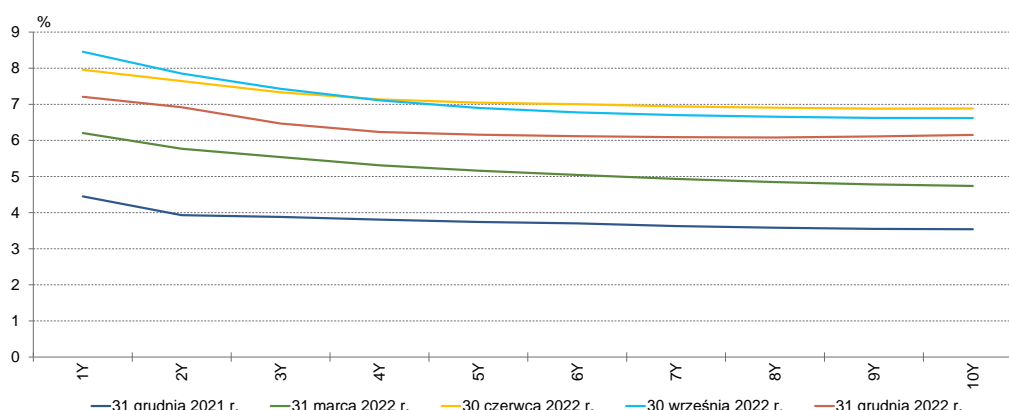
Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Transakcje IRS są w dużej mierze wykorzystywane przez banki krajowe do zabezpieczania się przed spadkiem cen obligacji skarbowych. Utrzymujące się przez dużą część 2022 r. oczekiwania uczestników rynku na podnoszenie stóp procentowych przez RPP w krótkim i średnim okresie mogły skłaniać banki działające w Polsce do zawierania i rolowania tych transakcji w celu ograniczenia negatywnego wpływu materializacji takiego scenariusza na ich wyniki finansowe.

Nierównoległe przesunięcia krzywej dochodowości transakcji IRS w 2022 r. skłaniały niektórych uczestników rynku do spekulacji na zmiany jej nachylenia. Ponadto różnice w ukształtowaniu tej krzywej względem krzywej dochodowości krajowych obligacji skarbowych (szczególnie na jej krótszym końcu) mogły być wykorzystywane w strategiach arbitrażowych bazujących na różnicach między wartościami strumieni płatności z tytułu transakcji IRS oraz odpowiadających im pod względem terminu zapadalności krajowych obligacji skarbowych.

**Wykres 5.4.4.** Krzywe dochodowości transakcji IRS nominowanych w złotych w wybranych dniach 2021 i 2022 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 2022 r. wyniosły około 16 mln zł i były o około 40% mniejsze niż rok wcześniej. Znaczny spadek obrotów w tym segmencie rynku mógł wynikać ze zmniejszonej popularności wspomnianych produktów strukturyzowanych, do której przyczyniał się wzrost nominalnego oprocentowania (i tym samym postrzegana atrakcyjność) tradycyjnych lokat bankowych.

W 2022 r. w Polsce nie funkcjonował rynek nominowanych w złotych transakcji OIS. Brak wiarygodnych oraz reprezentatywnych, tj. bazujących na rzeczywistych transakcjach, stawek OIS uniemożliwiał 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 2022 r. pięć najbardziej aktywnych banków realizowało ponad 85% operacji FRA oraz 80% operacji IRS pod względem ich wartości. Bardzo istotną funkcję na tym rynku pełniły podmioty zagraniczne – udział transakcji zawartych z nierezydentami wyniósł w segmentach operacji FRA i IRS, odpowiednio, 88% i 75%. Jednocześnie transakcje dokonywane

między bankami krajowymi stanowiły, odpowiednio, około 11% i 19% wartości obrotów netto (tabela 5.4.6).

**Tabela 5.4.6.** Średnia dzienna wartość transakcji banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w Polsce według kontrahentów w latach 2019–2022 (w mln zł)

	2019	2020	2021	2022
<b>Transakcje FRA</b>	<b>1 834,8</b>	<b>2 531,3</b>	<b>4 074,8</b>	<b>5 979,5</b>
- z bankami krajowymi	184,6	285,6	348,4	640,7
- z podmiotami niebankowymi	0,8	30,9	61,9	102,2
- z nierezydentami	1 649,4	2 214,8	3 664,5	5 236,6
<b>Transakcje IRS</b>	<b>3 344,2</b>	<b>3 747,4</b>	<b>4 046,6</b>	<b>4 044,5</b>
- z bankami krajowymi	889,2	1 068,4	1 019,0	787,9
- z podmiotami niebankowymi	206,9	173,9	234,5	227,1
- z nierezydentami	2 248,2	2 505,1	2 793,0	3 029,5
<b>Opcje na stopę procentową</b>	<b>43,5</b>	<b>25,5</b>	<b>27,4</b>	<b>16,4</b>
- z bankami krajowymi	0,8	0,0	0,1	0,0
- z podmiotami niebankowymi	20,9	4,6	6,2	5,0
- z nierezydentami	21,7	20,9	21,1	11,4

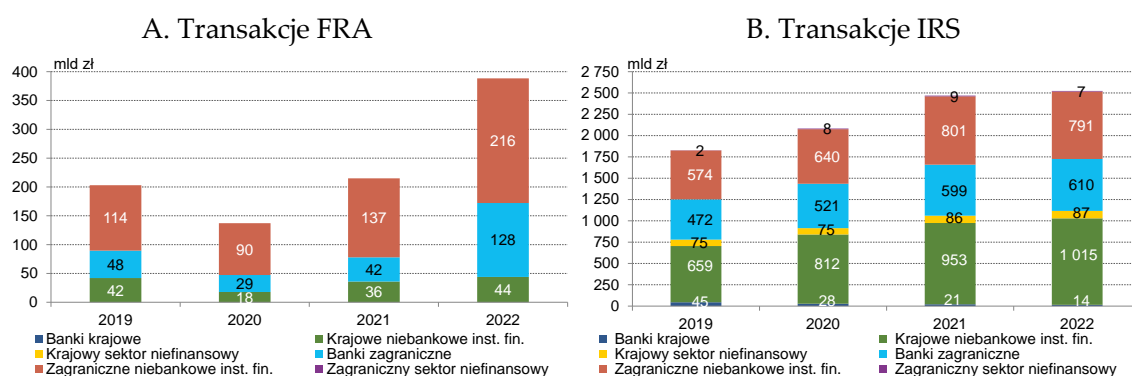
Uwagi: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości. Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

W przypadku opcji na stopę procentową operacje z nierezydentami odpowiadały za 70% 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 2022 r. prawie 99% wartości tych pozycji względem krajowych 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 58% wartości pozycji brutto, natomiast znaczną część pozostałych stanowiły tzw. transakcje wewnątrzgrupowe, zawarte z innymi bankami funkcjonującymi w ramach tej samej grupy kapitałowej i tym samym zwolnione z obowiązku centralnego rozliczania. Pomimo zaobserwowanego w 2022 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 2019–2022 według kontrahentów (wartość nominalna instrumentów)



Źródło: NBP.

W 2022 r. krajowe podmioty niefinansowe nieznacznie zmniejszyły aktywność na rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej, co mogło wynikać z ograniczenia skłonności do inwestowania w warunkach rosnących 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 2022 r. w strukturze terminowej zawieranych na rynku krajowym transakcji FRA utrzymywała się przewaga instrumentów o najkrótszych terminach zapadalności, tj. do trzech miesięcy włącznie (tabela 5.4.7). Największym zainteresowaniem cieszyły się instrumenty o niestandardowych terminach rozliczenia krótszych niż jeden rok. Innymi płynnymi segmentami rynku były transakcje: 3x6, 1x4 oraz 2x5. Taka struktura terminowa operacji FRA mogła odzwierciedlać silne zróżnicowanie oczekiwań uczestników rynku co do tempa oraz skali zmian stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie.

W strukturze obrotów na krajowym rynku transakcji IRS złotego nieznacznie zwiększył się udział operacji o pierwotnych terminach zapadalności powyżej pięciu lat. Mogło to być spowodowane dążeniem do zabezpieczenia się przed ryzykiem zmian stóp procentowych na możliwie długi okres przez podmioty posiadające duże portfele dłużnych papierów wartościowych.

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 5.4.7.** Struktura terminowa transakcji IRS i FRA nominowanych w złotych w latach 2021–2022 (w %)

FRA	<1M	1-3M	3-6M	6-9M	>9M
2021	20,5	36,1	7,8	4,8	30,7
2022	18,7	38,4	10,7	6,9	25,3
IRS	<1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	>5Y
2021	11,3	23,7	12,7	33,0	19,4
2022	11,3	22,6	14,1	30,2	21,8

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 instrumentów<sup>329</sup>. Ponad 88% nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS zawartych w 2022 r. stanowiły operacje rozliczane w CCP. Obserwowany w analizowanym okresie nieznaczny spadek odsetka transakcji rozliczanych centralnie względem poprzedniego roku mógł wynikać z większej aktywności podmiotów niebankowych, które nadal mogły bilateralnie rozliczać transakcje pochodne OTC nominowane w złotych.

W przypadku transakcji realizowanych między podmiotami krajowymi korzystano z usług KDPW\_CCP, m.in. ze względu na bezpośredni dostęp tych podmiotów do systemu rozliczeń oraz możliwość ustanawiania zabezpieczeń w złotych i w krajowych obligacjach skarbowych. Na koniec 2022 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. Zdecydowana większość nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS zawieranych z nierezydentami była natomiast przekazywana, głównie za pośrednictwem banków zagranicznych, do rozliczenia przez

<sup>329</sup> 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).

izbę rozliczeniową zlokalizowaną w Londynie – LCH Ltd. Transakcje nierezydentów były ponadto na niewielką skalę rozliczane przez amerykańską izbę rozliczeniową CME.

#### 5.4.2.2. Walutowe instrumenty pochodne

##### Wielkość rynku

Zgodnie z danymi BIS średnie dzienne obroty netto na globalnym rynku transakcji instrumentami pochodnymi OTC na kurs złotego w kwietniu 2022 r. wyniosły ponad 8,8 mld USD, z czego ponad 6,9 mld USD przypadało na transakcje *forward*, prawie 1,7 mld USD na opcje walutowe oraz około 0,2 mld USD na transakcje CIRS (tabela 5.4.8). Aktywność na tym rynku była o 35% większa niż w kwietniu 2019 r., co mogło wynikać m.in. z większej zmienności kursu złotego względem walut bazowych, która przyczyniała się do wzrostu wartości operacji realizowanych w celach spekulacyjnych. Rynek walutowych instrumentów pochodnych OTC na kurs złotego był znacznie bardziej rozwinięty niż rynek forinta węgierskiego. Do istotnego wzrostu dysproporcji między tymi rynkami w porównaniu z poprzednią edycją badania BIS w dużym stopniu przyczynił się gwałtowny spadek wartości transakcji opcjami walutowych na kurs forinta. Obroty w tym segmencie rynku były w kwietniu 2022 r. o prawie 60% mniejsze niż trzy lata wcześniej i zarazem wyraźnie mniejsze niż na rynku opcji walutowych na kurs złotego.

**Tabela 5.4.8.** Średnie dzienne obroty netto na globalnym rynku OTC walutowych instrumentów pochodnych z udziałem złotego i forinta węgierskiego w kwietniu 2019 r. i 2022 r. (w mln USD)

	PLN		HUF	
	2019	2022	2019	2022
Rynek walutowych instrumentów pochodnych	6 528	8 837	5 513	5 310
- transakcje <i>forward</i>	5 173	6 949	3 146	4 205
- opcje walutowe	1 251	1 651	2 328	974
- transakcje CIRS	104	237	38	131

Uwagi: wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości. Ze względu na przyjęte zaokrąglenia sumy wartości kategorii podrzędnych z niektórych wierszy lub kolumn nieznacznie różnią się od wartości kategorii nadrzędnych. Źródło: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity.

Zdecydowaną większość transakcji instrumentami pochodnymi OTC na kurs złotego przeprowadzano na rynku *offshore* (między nierezydentami). Operacje takie stanowiły prawie 90% wartości obrotów na globalnym rynku tych instrumentów (tabela 5.4.9). Najważniejszym ośrodkiem obrotu był Londyn – na podstawie danych BIS można szacować, że wśród realizowanych na rynku *offshore* transakcji instrumentami pochodnymi OTC na kurs złotego przeważały operacje podmiotów mających siedzibę w Wielkiej Brytanii.

**Tabela 5.4.9.** Średnie dzienne obroty netto w poszczególnych segmentach globalnego rynku walutowych instrumentów pochodnych OTC na kurs złotego w kwietniu 2019 i 2022 r. (w mld USD)

	2019	2022
<b>Rynek walutowych instrumentów pochodnych</b>	<b>6,53</b>	<b>8,84</b>
Rezydent–rezydent	0,50	0,70
Rezydent–nierezydent	0,13	0,20
Nierezydent–nierezydent	5,90	7,94
<b>Transakcje forward</b>	<b>5,19</b>	<b>6,95</b>
Rezydent–rezydent	0,45	0,65
Rezydent–nierezydent	0,04	0,03
Nierezydent–nierezydent	4,70	6,27
<b>Opcje walutowe</b>	<b>1,24</b>	<b>1,65</b>
Rezydent–rezydent	0,04	0,03
Rezydent–nierezydent	0,06	0,10
Nierezydent–nierezydent	1,13	1,53
<b>Transakcje CIRS</b>	<b>0,10</b>	<b>0,24</b>
Rezydent–rezydent	0,01	0,02
Rezydent–nierezydent	0,03	0,07
Nierezydent–nierezydent	0,07	0,15

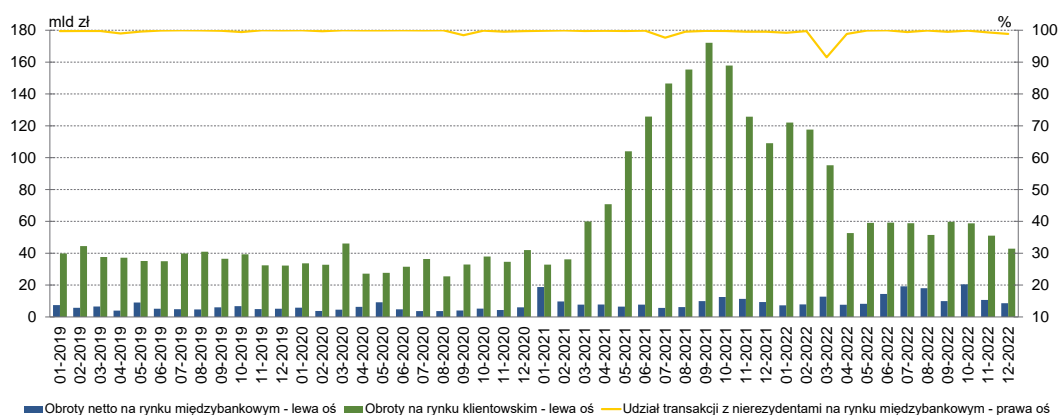
Uwagi: wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości. Ze względu na przyjęte zaokrąglenia sumy wartości kategorii podrzędnych z niektórych wierszy lub kolumn nieznacznie różnią się od wartości kategorii nadrzędnych. Źródło: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity.

Transakcje zawierane z udziałem podmiotów działających w Polsce odpowiadały tylko za około 10% obrotów na globalnym rynku instrumentów pochodnych OTC na kurs złotego. Średnia dzienna wartość operacji na krajowym rynku tych instrumentów w 2022 r. wyniosła 5,1 mld zł i była mniejsza o ponad 26% w porównaniu z poprzednim rokiem. Wspomniany spadek wynikał w głównej mierze z istotnego ograniczenia aktywności w jego najbardziej płynnym segmencie – rynku transakcji *forward*.

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji *forward* na kurs złotego w 2022 r. spadły o ponad 30% w porównaniu z rokiem poprzednim i wyniosły niecałe 3,9 mld zł (wykres 5.4.6). Istotny wpływ na zmniejszenie się wartości tych transakcji miała zmiana sposobu pozyskiwania walut obcych przez niektóre niebankowe instytucje finansowe. Podmioty te, zamiast stosować popularne wcześniej złożenia transakcji kasowych oraz *forward*, w analizowanym okresie znacznie częściej wykorzystywały w tym celu bezpośrednio transakcje *fx swap*. W efekcie spadła wartość obrotów na tym rynku, pomimo rosnącego popytu na transakcje *forward* ze strony przedsiębiorstw niefinansowych, które w ten sposób zabezpieczały wartość przyszłych przepływów walutowych z tytułu prowadzonej przez siebie działalności operacyjnej.



**Wykres 5.4.6.** Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji *forward* złotego w latach 2019–2022



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 prawie 0,9 mld zł i były o około 11% mniejsze niż rok wcześniej (wykres 5.4.7). Wspomniany spadek był spowodowany przede wszystkim zmniejszoną aktywnością na rynku międzybankowym, której nie rekompensowały większe obroty w segmencie transakcji klientowskich. Niektóre banki krajowe w mniejszym stopniu niż w 2021 r. wykorzystywały opcje walutowe do zabezpieczania się przed ryzykiem rynkowym z tytułu otwartej bilansowej pozycji walutowej wynikającej z walutowych kredytów mieszkaniowych. Ponadto malejąca popularność produktów inwestycyjnych i oszczędnościowych zawierających wbudowane instrumenty pochodne (głównie opcje)<sup>330</sup> przekładała się na spadek wartości transakcji opcyjnych zawieranych na rynku hurtowym w celu ograniczania ryzyka rynkowego wynikającego z oferowania tych produktów.

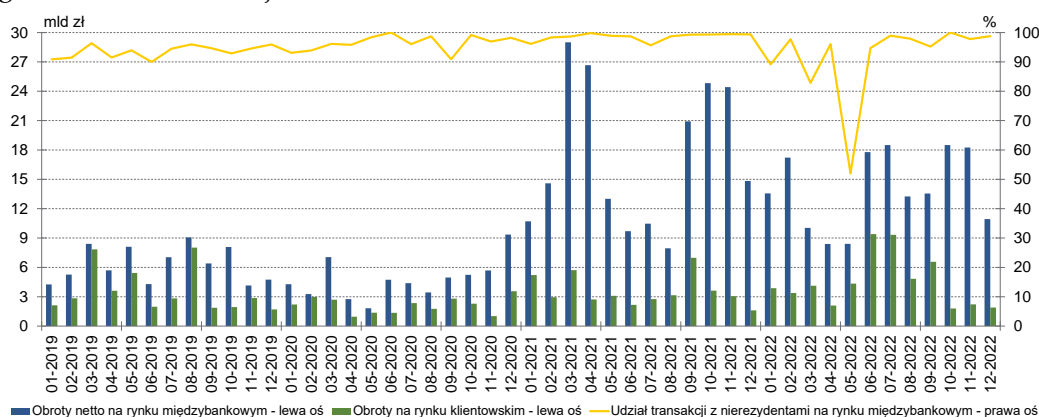
Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji CIRS z udziałem złotego w 2022 r. wyniosły około 358 mln zł i były o 9% większe niż rok wcześniej (wykres 5.4.8). Wzrost wartości realizowanych operacji wynikał głównie ze zwiększonej aktywności na krajowym rynku międzybankowym i był związany ze stopniową materializacją w krajowym sektorze bankowym ryzyka prawnego z tytułu walutowych kredytów mieszkaniowych. Od lat banki krajowe wykorzystywały bowiem transakcje CIRS *basis* z wymianą kwot nominalnych w strategiach służących do ograniczania ryzyka rynkowego z tytułu portfeli tych kredytów. Przewalutowanie znacznej części takiego portfela w wyniku wyroków sądowych oraz zawierania ugód z klientami skutkowałoby koniecznością szybkiej likwidacji przez banki krajowe nadmiernego zabezpieczenia

<sup>330</sup> Tylko nieliczne banki krajowe aktywnie zarządzały portfelem opcji walutowych, stosując tzw. *delta hedging*. Zdecydowana większość banków krajowych zabezpieczała się przed ryzykiem rynkowym związanym z oferowaniem klientom niefinansowym opcji lub produktów oszczędnościowych z wbudowanymi opcjami walutowymi, zawierając transakcje przeciwstawne z bankami zagranicznymi (tzw. *hedge back-to-back*).

(*overhedging*) pozycji bilansowych. Z tego względu niektóre z nich preferowały bardziej elastyczny sposób zabezpieczania się przed wspomnianym ryzykiem rynkowym i decydowały się na przedterminowe niwelowanie pozycji walutowej z tytułu transakcji CIRS przez zawarcie transakcji przeciwstawnych (o pierwotnych terminach zapadalności odpowiadających rezydualnym terminom zapadalności instrumentów). Z tych samych powodów inne banki krajowe mogły preferować zastępowanie wygasających w 2022 r. długoterminowych transakcji CIRS takimi samymi instrumentami, ale o krótszych pierwotnych terminach zapadalności.

W 2022 r. kontynuowany był spadek wartości transakcji CIRS z udziałem złotego zawieranych z podmiotami niefinansowymi. Przedsiębiorstwa wykorzystywały zazwyczaj te operacje do zabezpieczania się przed zmianą kosztów pozyskanego finansowania w walutach obcych. W warunkach dużej niepewności, związanej m.in. z agresją Rosji na Ukrainę, oraz obserwowanego w gospodarkach wysokorozwiniętych wzrostu stóp procentowych krajowe przedsiębiorstwa w małym stopniu były zainteresowane emisją papierów wartościowych na zagranicznych rynkach kapitałowych lub zaciąganiem kredytów inwestycyjnych w walutach obcych. Wpływało to na dalsze zmniejszanie popytu na zabezpieczające transakcje CIRS ze strony krajowych podmiotów niefinansowych.

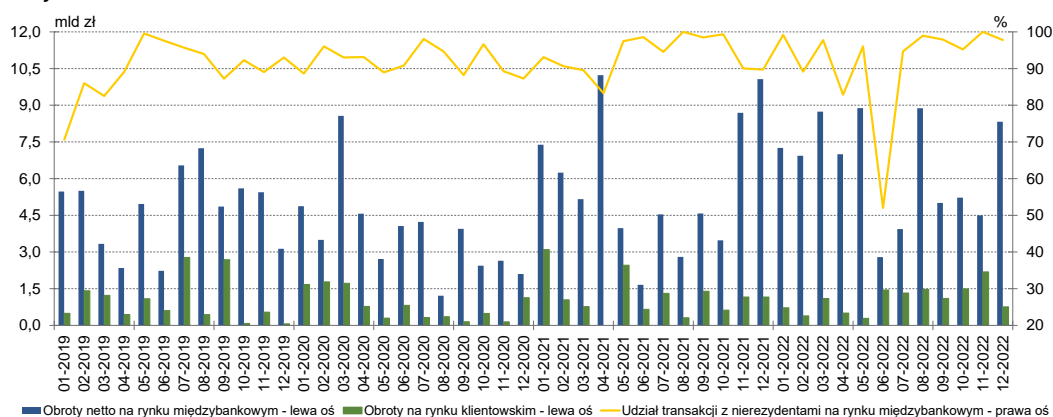
**Wykres 5.4.7.** Średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku złotych opcji walutowych według wartości nominalnej w latach 2019–2022



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.

**Wykres 5.4.8.** Średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji CIRS waluta obca/złoty w latach 2019–2022



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

Krajowy rynek walutowych instrumentów pochodnych OTC charakteryzował się wysokim stopniem koncentracji obrotów – w 2022 r. prawie 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 stanowiły one prawie 85% wartości obrotów. Większość z nich była realizowana przez przedsiębiorstwa niefinansowe, dla których operacje *forward* 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. Jednocześnie fundusze inwestycyjne w analizowanym okresie w znacznie mniejszym stopniu niż w 2021 r. używały złożenia operacji *forward* z odpowiednimi transakcjami kasowymi do czasowego pozyskiwania walut obcych. Mały udział transakcji międzybankowych w strukturze obrotów na krajowym rynku tych instrumentów pochodnych miał źródło w stosowanej przez banki krajowe strategii ograniczania ryzyka wynikającego z terminowych transakcji walutowych, zawieranych na rynku klientowskim. Polegała ona na realizowaniu syntetycznych operacji *forward*, przeciwstawnych do transakcji

klientowskich, przez odpowiednie złożenie transakcji zawieranych na bardziej płynnych międzybankowych rynkach kasowym i *fx swap*.

W przypadku opcji walutowych na kurs złotego widoczna 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 zabezpieczania 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 prawie 99%. W 2022 r. malejąca wartość portfela kredytów mieszkaniowych w walutach obcych, mniejsza postrzegana atrakcyjność wspomnianych produktów strukturyzowanych i jednoczesny wzrost popytu na opcje ze strony podmiotów niebankowych, związany z relatywnie wysoką zmiennością kursu złotego, przełożyły się na wzrost udziału transakcji z podmiotami niebankowymi w obrotach na krajowym rynku opcji walutowych do 24% (z 17% w 2021 r.).

Rynek transakcji CIRS z udziałem złotego był zdominowany przez transakcje międzybankowe. Stanowiły one 86% wartości obrotów na tym rynku, przy czym 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 2022 r. udział transakcji klientowskich w obrotach na krajowym rynku transakcji CIRS złotego wyniósł około 14%. Przedsiębiorstwa niefinansowe przeważnie wykorzystywały te transakcje do zabezpieczania się przed ryzykiem rynkowym z tytułu papierów dłużnych wyemitowanych na zagranicznych rynkach kapitałowych lub zaciągniętych kredytów walutowych.

### Struktura rynku

Wspomniana modyfikacja sposobu zarządzania płynnością w walutach obcych przez niektóre fundusze inwestycyjne przyczyniła się do istotnej zmiany struktury terminowej oraz walutowej na rynku transakcji *forward* na kurs złotego. W 2022 r. wyraźnie spadł udział transakcji o pierwotnych terminach zapadalności nieprzekraczających tygodnia (z 67% do 42%). Pomimo tego operacje powyżej trzech miesięcy nadal miały relatywnie niewielki (mniej niż 14%) udział w obrotach na tym rynku (tabela 5.4.10). Ponadto wspomniane zastępowanie przez niektóre fundusze inwestycyjne złożenia transakcji kasowych i terminowych analogicznymi swapami walutowymi skutkowało spadkiem udziału pary walutowej USD/PLN w obrotach na krajowym rynku transakcji *forward* złotego – w 2022 r. wyniósł on 42% (w porównaniu z 58% w 2021 r.). W efekcie w strukturze walutowej przeważały operacje wymiany złotego za euro, które stanowiły ponad 50% (w porównaniu z 41% w 2021 r.) wszystkich transakcji *forward*.

**Tabela 5.4.10.** Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych na kurs złotego w latach 2021–2022

Transakcje <i>forward</i>	<1W	1W-1M	1-3M	3-12M	>12M
2021	66,6	14,8	9,0	6,7	3,0
2022	41,6	29,3	15,3	9,3	4,5
Opcje walutowe	<1M	1-3M	3-6M	6-12M	>12M
2021	40,4	20,8	7,0	9,0	22,8
2022	29,5	16,0	13,1	18,2	23,2
Transakcje CIRS	<1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	>5Y
2021	43,8	29,3	8,4	13,6	5,0
2022	62,0	16,5	6,1	10,7	4,7

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 2022 r. w obrotach na krajowym rynku opcji na kurs złotego wyraźnie spadło znaczenie operacji o najkrótszych terminach zapadalności (tabela 5.4.10). Opcje z terminem wykonania do trzech miesięcy łącznie stanowiły mniej niż 46% wartości obrotów (spadek o około 15 pkt proc. w porównaniu z poprzednim rokiem). Struktura walutowa obrotów była podobna jak w 2021 r. Najważniejszą parą walutową była para EUR/PLN, odpowiadająca za około 74% wartości obrotów, podczas gdy udział transakcji USD/PLN wyniósł około 26%. 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.

W analizowanym okresie obserwowane było relatywne zwiększenie znaczenia transakcji CIRS z udziałem złotego o najkrótszych pierwotnych terminach zapadalności (tabela 5.4.10). Około 62% tych operacji było realizowane na okres do roku łącznie. 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 nadmiernego zabezpieczenia pozycji bilansowych przez przedterminowe zamykanie operacji CIRS. W strukturze walutowej obrotów dominowały transakcje EUR/PLN, które odpowiadały za ponad 97% wartości transakcji (wzrost o 14 pkt proc. w porównaniu z 2021 r.).

### Infrastruktura rynku

Banki krajowe zawierały zdecydowaną większość transakcji *forward* bezpośrednio przez telefon (63% wartości obrotów) oraz z wykorzystaniem elektronicznych systemów konwersacyjnych (10%). Podmioty niebankowe, najczęściej fundusze inwestycyjne, często korzystały także z platform transakcyjnych udostępnianych im przez te banki – operacje zrealizowane za ich pośrednictwem odpowiadały za około 24% wartości obrotów na krajowym rynku transakcji *forward*.

Transakcje, których warunki były uzgadnianie w sposób bezpośredni (tj. przez telefon i elektroniczne systemy konwersacyjne), przeważały również na rynku opcji walutowych oraz operacji CIRS: odpowiednio, ponad 50% oraz niecałe 68% wartości obrotów na tych rynkach. 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 prawie 39% transakcji opcjami walutowymi i ponad 32% transakcji CIRS. Było to ściśle związane z odmienną strukturą podmiotową obrotów. Na rynkach opcji walutowych i operacji CIRS dużo większe znaczenie miały bowiem transakcje realizowane między instytucjami finansowymi, które mogły korzystać z tej metody zawierania transakcji.

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 2022 r. notowane na nim były kontrakty *futures* na kursy walutowe oraz instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji. W obrocie znajdowały się również produkty strukturyzowane, których wartość zależała od cen akcji, obligacji, surowców lub poziomów indeksów giełdowych (m.in. warranty opcyjne i certyfikaty strukturyzowane). 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 2022 r. na światowych giełdach wolumen obrotów kontraktami *futures* i opcjami był największy w historii i wyniósł 83,8 mld kontraktów (wzrost o 34% w porównaniu z 2021 r.)<sup>331</sup>. Był to piąty rok z rzędu, w którym odnotowano rekordową liczbę zawartych kontraktów giełdowych. Jako najważniejsze przyczyny zwiększonej aktywności inwestorów na światowych giełdach papierów wartościowych i instrumentów pochodnych wskazuje się:

- nasilenie się oczekiwań inflacyjnych i zróżnicowane przewidywania uczestników rynku dotyczące przyszłych stóp procentowych w krótkim i średnim okresie,

---

<sup>331</sup> Dane *Futures Industry Association* dostępne na stronie internetowej: <https://www.fia.org/fia/articles/etd-volume-december-2022>.



- podwyższoną zmienność cen instrumentów bazowych na niektórych rynkach światowych, która umożliwia uzyskanie wyższej stopy zwrotu przy większym ryzyku,
- spadek kosztów transakcyjnych związanych z zawieraniem transakcji na giełdach,
- wprowadzanie do obrotu regulowanego kontraktów, dla których instrumentami bazowymi są kryptoaktywa.

W skali globalnej dużym zainteresowaniem cieszyły się w szczególności instrumenty związane z rynkiem akcji, których udział w wolumenie transakcji wszystkimi giełdowymi instrumentami pochodnymi zgodnie z danymi FIA zwiększył się z 66,9% w 2021 r. do 73,7% w 2022 r. Niewielki wzrost znaczenia odnotowano również w przypadku kontraktów walutowych – odsetek tych transakcji w 2022 r. wyniósł 9,2%. Wpływ na to miała podwyższona zmienność cen na rynku akcji oraz kursów walutowych, spowodowana niestabilną sytuacją polityczną na świecie oraz reakcjami najważniejszych banków centralnych na rosnące oczekiwania inflacyjne. Wielu inwestorów wykorzystywało instrumenty pochodne, aby dzięki dźwigni finansowej zwiększyć swoje potencjalne zyski z oczekiwanych zmian cen instrumentów udziałowych oraz kursów walutowych. Pomimo większych niż w poprzednim roku obrotów w segmencie instrumentów pochodnych stopy procentowej (związanych ze zróżnicowanymi oczekiwaniami dotyczącymi wysokości przyszłych stóp procentowych w największych gospodarkach) udział tych instrumentów w wolumenie giełdowych kontraktów terminowych w 2022 r. nieznacznie spadł i wyniósł 6,1%.

Wspomniane zwiększenie aktywności na rynku giełdowych instrumentów pochodnych było silnie zróżnicowane pod względem geograficznym – wolumen kontraktów w największym stopniu wzrósł w regionie Azji i Pacyfiku (o 65,7 %) oraz Ameryki Północnej (o 9,3%). W Europie odnotowano natomiast istotny spadek liczby kontraktów (o 11,9%), w dużej mierze związany z dokonaną przez Rosję agresją na Ukrainę, co przyczyniło się do spadku aktywności na rynku niektórych kontraktów surowcowych i istotnego ograniczenia zakresu oraz skali działalności giełdy w Moskwie. Na innych giełdach europejskich, w szczególności w segmencie transakcji kontraktami *futures* na indeksy rynku akcji, obserwowano jednak umiarkowany wzrost wolumenu transakcji (tabela 5.4.11). Pomimo że wyraźnie zwiększyły się obroty kontraktami terminowymi na indeks WIG20, nadal zajmowały one odległą pozycję wśród analogicznych instrumentów oferowanych przez giełdy europejskie. Obroty kontraktami *futures* i opcjami na GPW stanowiły zaledwie 0,02% globalnego wolumenu obrotów tymi instrumentami, co dało jej 58. miejsce na świecie w opracowanym przez FIA zestawieniu największych giełd.



**Tabela 5.4.11.** Wolumen obrotów kontraktami terminowymi na wybrane indeksy giełdowe w Europie w latach 2019–2022 (w mln kontraktów)

Indeks bazowy	Giełda	2019	2020	2021	2022
DJ EURO STOXX 50	Eurex	292,4	352,2	223,9	285,4
FTSE 100	ICE Europe	46,9	48,9	42,2	45,1
OMX Stockholm 30	Nasdaq OMX	39,9	43,2	33,0	40,1
CAC 40	Euronext	30,3	28,8	23,7	25,8
DAX	Eurex	27,8	25,0	16,9	18,9
SMI	Eurex	12,5	13,4	9,7	10,4
<b>WIG20</b>	<b>GPW</b>	<b>3,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>9,3</b>
AEX	Euronext	9,0	8,9	6,2	7,1
FTSE MIB	IDEM	6,8	6,6	5,1	6,0
IBEX 35	MEFF	6,0	5,9	5,3	5,4

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, NYSE Euronext, GPW, Borsa Italiana, IDEM, MEFF, Nasdaq OMX.

#### 5.4.3.1. Instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji

GPW oferowała opcje europejskie na indeks WIG20 oraz kontrakty *futures* na akcje spółek, indeksy główne WIG20 i mWIG40, a także indeksy makrosektorowe: WIG.GAMES5, WIG.MS-FIN, WIG.MS-BAS i WIG.MS-PET.

#### Wielkość rynku

W 2022 r. wolumen obrotów instrumentami pochodnymi związanymi z rynkiem akcji wzrósł prawie o 45% w porównaniu z 2021 r., a średnia dzienna wartość transakcji zwiększyła się o 35% (tabela 5.4.12). Wzrost wolumenu kontraktów mógł być spowodowany, podobnie jak w przypadku innych giełd europejskich, większą niż w poprzednim roku zmiennością cen instrumentów bazowych. Była ona związana m.in. z dokonaną przez Rosję agresją na Ukrainę oraz bezpośrednimi (ograniczenie importu/eksportu towarów z/do Rosji) i pośrednimi (wzrost cen surowców energetycznych przekładający się na zwiększone oczekiwania inflacyjne) skutkami tego konfliktu zbrojnego dla aktywności gospodarczej w Polsce. Wspomniane czynniki jednocześnie oddziaływały w kierunku spadku cen instrumentów bazowych, który z kolei przekładał się na mniejsze tempo wzrostu wartości zawieranych transakcji.

Najbardziej płynnym instrumentem pochodnym notowanym na GPW pozostawały kontrakty *futures* na indeks WIG20. Ich udział w wartości obrotów na rynku terminowym akcji wyniósł 94%. W 2022 r. wolumen obrotów na rynku wspomnianych kontraktów zwiększył się o prawie 73%, a jednocześnie wartość średnich dziennych obrotów wzrosła o 42%. Liczba animatorów rynku kontraktów *futures* na indeks WIG20 zwiększyła się do trzynastu. Działalność tych podmiotów jest istotna dla funkcjonowania i rozwoju rynków poszczególnych kontraktów. Większa konkurencja, węższy spread w kwotowaniach oraz większe wartości oczekujących zleceń przekładają się

bowiem na mniejszy koszt zawierania transakcji, co z kolei przyczynia się do napływu nowych inwestorów lub zwiększania aktywności przez dotychczasowych uczestników rynku.

**Tabela 5.4.12.** Wielkość rynku instrumentów pochodnych GPW związanych z rynkiem akcji w latach 2021–2022

	2021			2022		
	wartość obrotów (w tys. zł) <sup>1</sup>	roczny wolumen obrotów	liczba otwartych pozycji <sup>2</sup>	wartość obrotów (w tys. zł) <sup>1</sup>	roczny wolumen obrotów	liczba otwartych pozycji <sup>2</sup>
<i>Futures</i> na WIG20	929 998	5 410 154	35 121	1 322 136	9 343 265	49 745
<i>Futures</i> na mWIG40	8 683	44 303	2 490	8 722	51 283	2 232
<i>Futures</i> na inne indeksy	149	1 650	210	137	1 724	108
<i>Futures</i> na akcje spółek	78 394	2 267 567	36 043	51 850	1 883 632	21 219
Opcje na WIG20	23 986	277 995	10 389	22 845	314 226	12 867
<b>Ogółem</b>	<b>1 041 210</b>	<b>8 001 669</b>	<b>84 253</b>	<b>1 405 690</b>	<b>11 594 130</b>	<b>86 171</b>

<sup>1</sup> Średnia dzienna wartość obrotów liczona według kursu zamknięcia instrumentu bazowego, obejmująca transakcje sesyjne i pakietowe.

<sup>2</sup> 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. Dane za rok poprzedni mogą się różnić od wartości publikowanych w poprzedniej edycji opracowania.

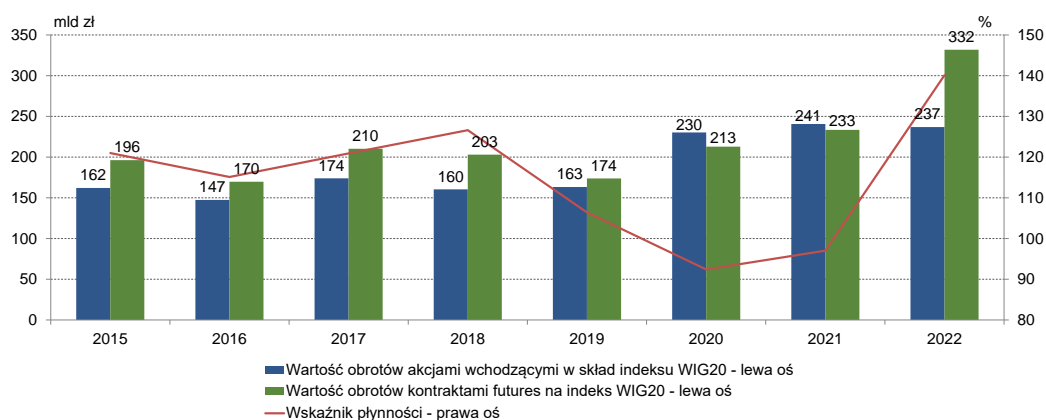
Źródło: GPW.

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 2022 r. zaobserwowano we wrześniu i marcu (14,2% i 10,5% rocznego wolumenu). Zróżnicowane oczekiwania dotyczące przyszłej sytuacji gospodarczej (wynikające m.in. z niepewności co do rozwoju sytuacji w Ukrainie oraz wysokości stóp procentowych NBP w krótkim i średnim terminie) zachęcały uczestników rynku terminowego do zawierania transakcji spekulacyjnych oraz stwarzały więcej okazji do realizowania operacji arbitrażowych z wykorzystaniem kontraktów *futures* na ten indeks.

W 2022 r. wskaźnik płynności dla kontraktów *futures* na indeks WIG20 wzrósł do 140% (wykres 5.4.9). Wynikało to z szybkiego wzrostu wartości obrotów wspomnianymi instrumentami przy nieznacznym spadku wartości obrotów akcjami wchodzącymi w skład 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 tego indeksu w 2022 r. oznaczało to 5–11 pkt bazowych. W przypadku akcji spółek z indeksu WIG20 było to około 13 pkt bazowych.

Wolumen obrotów na rynku kontraktów *futures* na indeks mWIG40 w 2022 r. zwiększył się o około 16% (tabela 5.4.12). Wartość obrotów tymi kontraktami była jednak zbliżona do obserwowanej rok wcześniej ze względu na przeciętnie niższy poziom indeksu bazowego w porównaniu z 2021 r. Funkcję animatora tego rynku pełniły te same trzy podmioty, co w roku poprzednim.

**Wykres 5.4.9.** Obroty kontraktami *futures* na indeks WIG20 i akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu w latach 2015–2022



Uwaga: wskaźnik płynności liczony jest jako relacja obrotów kontraktami *futures* na indeks WIG20 do obrotów akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu.

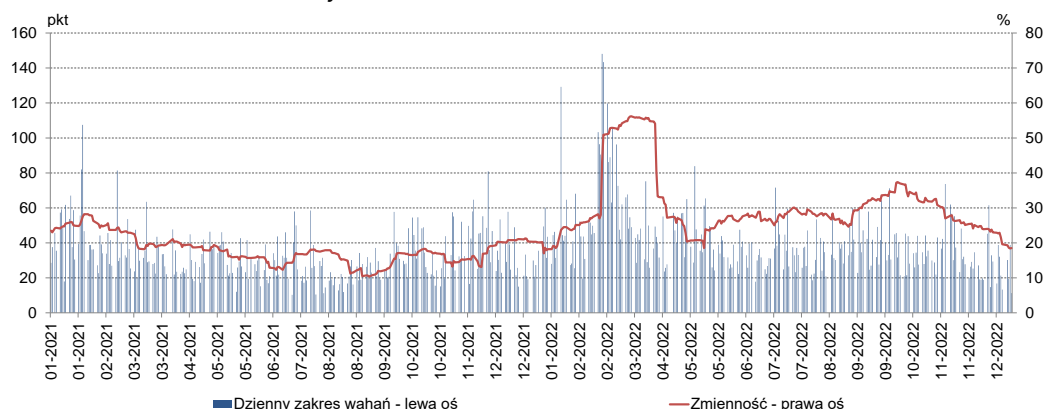
Źródło: GPW.

Zainteresowanie kontraktami *futures* na indeksy makrosektorowe było znikome. Na rynku kontraktów *futures* na pojedyncze akcje, inaczej niż w przypadku kontraktów indeksowych, obserwowano wyraźny spadek wolumenu obrotów (o 17%), któremu towarzyszyło jeszcze większe zmniejszenie ich poziomu (o 34%), spowodowane przeciętnym spadkiem cen instrumentów bazowych. Na koniec 2022 r. w obrocie na GPW znajdowało się 120 serii takich kontraktów, odnoszących się do 42 spółek, w tym wszystkich podmiotów wchodzących w skład indeksu WIG20. Uczestnicy rynku koncentrowali swoją aktywność na niewielkiej liczbie instrumentów, o czym świadczą wskaźniki CR3 i CR5, które w 2022 r. wyniosły, odpowiednio, 55% i 68%. Najczęściej były to kontrakty *futures* na akcje największych spółek z Głównego Rynku GPW.

Na koniec 2022 r. w obrocie znajdowało się 270 serii opcji na indeks WIG20. Istotnie większa niż w poprzednim roku zmienność tego indeksu<sup>332</sup> (wykres 5.4.10) przyczyniła się do wzrostu wolumenu obrotów wspomnianymi opcjami o 13%. Ze względu na przeciętnie niższe poziomy indeksu bazowego odnotowano jednak spadek wartości obrotów o prawie 5%. Płynność rynku była nadal największa w przypadku serii opcji o krótkim terminie wygaśnięcia i jednocześnie niskim prawdopodobieństwie wykonania (*out-of-the-money*), co było związane z ich niższą ceną. Zainteresowanie inwestorów pozostałymi seriami opcji na indeks WIG20 było niewielkie. W arkuszach zleceń dotyczących tych instrumentów znajdowało się niewiele ofert, co powodowało, że kwotowane spready *bid-ask* były szerokie.

<sup>332</sup> Najwyższą zmienność indeksu WIG20 obserwowano na przełomie lutego i marca, czyli bezpośrednio po dokonaniu przez Rosję agresji na Ukrainę.

Wykres 5.4.10. Zmienność historyczna i zakres wahań indeksu WIG20 w latach 2021–2022



Uwaga: annualizowana zmienność 30-dniowa.

Źródło: Bloomberg.

### Uczestnicy rynku

W 2022 r. po raz pierwszy najważniejszą kategorią uczestników rynku kontraktów terminowych związanych z rynkiem akcji GPW byli inwestorzy zagraniczni (wykres 5.4.11), którzy odpowiadali za 38% wartości zrealizowanych na nim transakcji<sup>333</sup>. Był to piąty rok z rzędu, w którym odnotowano wzrost znaczenia transakcji tej grupy kontrahentów. Mógł on wynikać z relatywnie dużej postrzeganej wrażliwości gospodarki Polski na rozwój sytuacji w Ukrainie, która mogła skłaniać niektórych inwestorów zagranicznych do zwiększonej aktywności spekulacyjnej zarówno na bazowym rynku akcji notowanych na GPW, jak i rynku kontraktów *futures*.

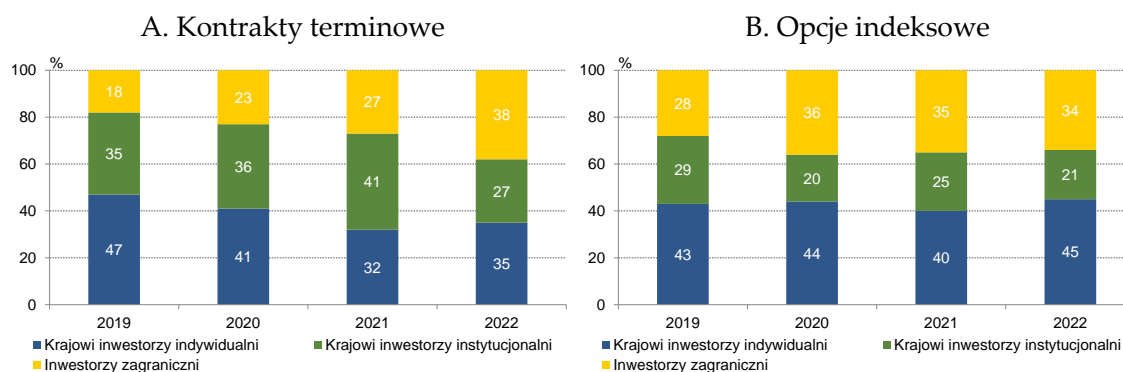
W analizowanym okresie wyraźnie spadło znaczenie transakcji realizowanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych – ich udział w obrotach spadł z rekordowych 41% w 2021 r. do 27%. Wśród tej grupy inwestorów ponad połowę obrotów generowali animatorzy rynku. Znaczną aktywność wykazywały również przedsiębiorstwa niefinansowe – ich operacje stanowiły więcej niż jedną piątą obrotów kontraktami *futures* zawartych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych. Aktywność krajowych funduszy inwestycyjnych na omawianym rynku była niewielka pomimo funkcjonowania współorganizowanego przez GPW i KDPW\_CCP programu wspierania płynności – *High Volume Funds* (HVF).

Najważniejszą grupę uczestników rynku opcji indeksowych w analizowanym okresie, podobnie jak w poprzednich latach, stanowili inwestorzy indywidualni. W 2022 r. udział transakcji zawartych przez tych kontrahentów w wartości obrotów na tym rynku istotnie się zwiększył i wyniósł 45%. Jednocześnie, podobnie jak w segmencie kontraktów *futures*, odnotowano spadek znaczenia operacji realizowanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych (w zdecydowanej większości animatorów rynku) w wolumenie obrotów opcjami indeksowymi.

<sup>333</sup> 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.

Udział inwestorów zagranicznych w rynku tych instrumentów pochodnych utrzymywał się na relatywnie wysokim poziomie, zbliżonym do obserwowanego rok wcześniej.

**Wykres 5.4.11.** Struktura inwestorów na rynku instrumentów pochodnych na GPW w latach 2019–2022, według wolumenu obrotów



Źródło: GPW.

### 5.4.3.2. Walutowe instrumenty pochodne

W 2022 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.

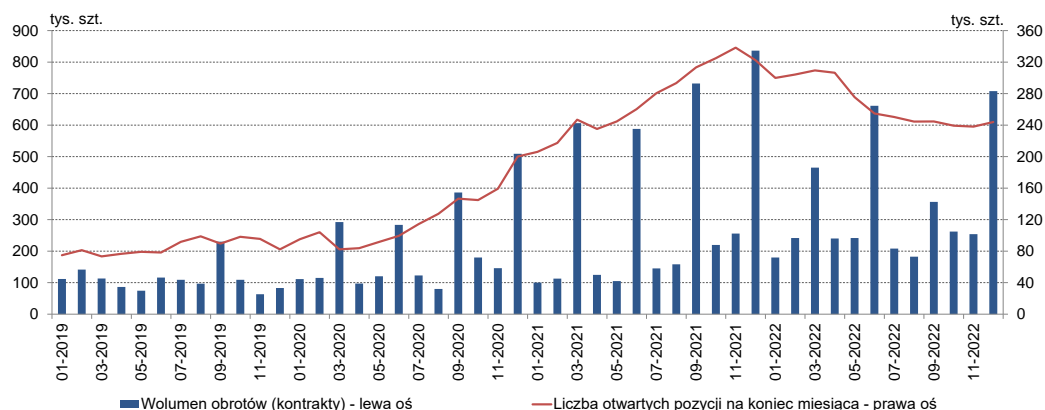
#### Wielkość rynku

Wolumen obrotów walutowymi kontraktami *futures* notowanymi na GPW w 2022 r. wyniósł ponad 4,0 mln kontraktów i był zbliżony do odnotowanego rok wcześniej (wykres 5.4.12). Towarzyszył temu wzrost wartości obrotów o około 12%, który w dużej mierze wynikał z deprecjacji złotego względem walut gospodarek wysokorozwiniętych, przede wszystkim dolara amerykańskiego. Do utrzymania się historycznie wysokiego wolumenu transakcji przyczyniała się relatywnie wysoka zmienność kursów USD/PLN i EUR/PLN, która skłaniała uczestników rynku do zawierania transakcji walutowymi kontraktami *futures* głównie w celach spekulacyjnych. Duże wahania wspomnianych kursów umożliwiały bowiem osiągnięcie wyższych stóp zwrotu, chociaż wiązało się to z większym ryzykiem inwestycyjnym.

W strukturze walutowej obrotów na rynku terminowym GPW dominowały transakcje USD/PLN, które odpowiadały za 78,9% wartości wszystkich transakcji walutowymi kontraktami *futures*. Było to związane m.in. z większą zmiennością kursu USD/PLN niż kursu EUR/PLN. W 2022 r. średnia wartość pojedynczej transakcji walutowymi kontraktami *futures* spadła o ponad połowę i wyniosła około 12,6 tys. jednostek waluty bazowej (w porównaniu z 25,3 tys. w 2021 r.). Mimo że GPW od 2018 r. organizuje program zachęt dla animatorów walutowych kontraktów *futures*

(SuperAnimator<sup>334</sup>), funkcję taką w analizowanym okresie nadal pełniły tylko dwa biura maklerskie.

**Wykres 5.4.12.** Walutowe kontrakty *futures* na GPW w latach 2019–2022



Źródło: GPW.

### Uczestnicy rynku

Głównymi uczestnikami rynku walutowych kontraktów *futures* byli inwestorzy indywidualni o nastawieniu spekulacyjnym, często dysponujący mniejszymi środkami finansowymi niż uczestnicy rynku dokonujący operacji spekulacyjnych na dużą skalę i korzystający w tym celu z internetowych platform transakcyjnych obsługiwanych przez krajowe oraz zagraniczne firmy inwestycyjne (tzw. platformy *forex*). Na takich platformach dostępnych jest więcej instrumentów, a spready *bid-ask* w kwotowaniach kursów są przeciętnie węższe w porównaniu z Głównym Rynkiem GPW. Rynek organizowany przez GPW oferował natomiast mniejsze wartości pojedynczego kontraktu – 1 tys. jednostek waluty bazowej, w porównaniu z 10 tys. jednostek waluty bazowej na wspomnianych platformach. Ze względu na wymogi rynku regulowanego oraz rozliczanie transakcji w KDPW\_CCP obrót kontraktami na GPW cechował się większą przejrzystością oraz bezpieczeństwem.

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.

<sup>334</sup> Uchwała Nr 8/2018 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 3 stycznia 2018 r. (z późn. zm.) w sprawie programów zachęt dla podmiotów wykonujących zadania animatora rynku – programy SuperAnimator (rynek terminowy), dostępna na stronie internetowej: [https://www.gpw.pl/oplaty\\_gieldowe](https://www.gpw.pl/oplaty_gieldowe).



## 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 kw. 2023 – IV kw. 2025 r. Zostały one przygotowane z wykorzystaniem zestawu modeli wektorowej korekty błędem (VECM, ang. *Vector Error Correction Model*). Scenariusz prognoz ma w tej klasie modeli charakter autoregresyjny i jest oparty wyłącznie na informacji pochodzącej z wartości analizowanych zmiennych zaobserwowanych w przeszłości. 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.

W bieżącej edycji prognozy głównym czynnikiem ryzyka z punktu widzenia dynamiki akcji kredytowej pozostaje inflacja. Zgodnie z przewidywaniami NBP zawartymi w lipcowej edycji *Raportu o inflacji*, czynnik ten może odgrywać istotną rolę w całym horyzoncie prognozy. Należy zauważyć, iż wpływ inflacji na dynamikę akcji kredytowej nie jest jednoznaczny i może być zróżnicowany w zależności od analizowanej kategorii kredytu oraz w czasie. W przypadku kredytów dla przedsiębiorstw, obserwowane w początkowej fazie epizodu inflacyjnego zjawisko wzrostu przeciętnej wartości udzielonych kredytów, wynikające ze spadku siły nabywczej pieniądza, stopniowo ustępuje miejsca skutkom negatywnego wpływu inflacji, co powoduje spadek popytu na kredyt. W przypadku kredytów konsumpcyjnych wpływ podwyższonej inflacji przejawia się głównie w postaci negatywnego efektu popytowego związanego z odroczeniem konsumpcji. Efekt ten jest jednak w sposób naturalny ograniczony cyklem życia produktów, co sprawia, że segment ten wykazuje tendencję do stosunkowo szybkiego powrotu do stanu długookresowej równowagi. W przypadku kredytów mieszkaniowych efekt odkładania inwestycji w czasie i spadek popytu na kredyt w związku z pogarszaniem się sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych może być bardziej trwały niż w przypadku kredytów konsumpcyjnych ze względu na bardziej długofalowy charakter zakupów. W konsekwencji przedstawionego powyżej wieloaspektowego charakteru relacji łączącej inflację i dynamikę akcji kredytowej w analizowanych przekrojach dalszy przebieg procesów inflacyjnych będzie w sposób istotny kształtował rozkład ryzyka realizacji poszczególnych scenariuszy prognostycznych i może wpływać na odchylenia wartości obserwowanych od prezentowanych w niniejszym opracowaniu ścieżek centralnych prognoz.

Niepewność prognoz w bieżącej edycji pogłębiają czynniki związane z polityką gospodarczą, które mogą prowadzić do wzrostu dynamiki akcji kredytowej w analizowanym horyzoncie czasowym. Pierwszym z nich, mającym wpływ na akcję kredytową we wszystkich analizowanych przekrojach, jest przeprowadzona we wrześniu 2023 r. obniżka stóp procentowych. Drugim



czynnikiem, o charakterze ograniczonym do segmentu kredytów mieszkaniowych, jest uruchomiony w lipcu 2023 r. program rządowy „Bezpieczny Kredyt 2%”. Program ten pozwala na uzyskanie w 10-letnim horyzoncie dopłat do rat kredytu na pierwsze mieszkanie, umożliwiającą redukcję efektywnego oprocentowania kredytu do poziomu 2%. W obu wymienionych przypadkach niemożliwe jest pełne uwzględnienie skutków wprowadzonych rozwiązań dla kształtowania się dynamiki akcji kredytowej w horyzoncie prognozy ze względu na brak pewności, co do ich ostatecznej skali i zasięgu.

Jeśli chodzi o obniżki stóp procentowych, to są one częściowo dyskontowane przez zastosowane modele prognostyczne, które w bieżącej perspektywie wskazywały na możliwość ograniczenia stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w warunkach postępującej dezinflacji. Decyzje te są jednak przez wspomniane modele umiejscawiane głównie w latach 2024-2025. Znaczące zmniejszenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej we wrześniu 2023 r. może zatem powodować dodatkowe przesunięcie realizacji ścieżki centralnej wszystkich kategorii kredytów w górę. Z drugiej strony, niepewność prognoz potęguje w tym przypadku fakt, iż trudno jest ocenić, jak decyzja wrześniowa wpłynie na proces dezinflacji oraz czy ma ona charakter jednorazowy, czy też obniżki stóp procentowych będą kontynuowane w kolejnych miesiącach.

W przypadku programu „Bezpieczny Kredyt 2%” brak jest wcześniejszych doświadczeń, które pomogłyby w określeniu potencjalnej skali zainteresowania tego typu rozwiązaniem, a co za tym idzie nie jest możliwe uwzględnienie wspomnianego czynnika w prezentowanej prognozie. Dodatkowo, nie jest również znana ostateczna konstrukcja programu, który nie przewiduje limitów ilościowych udzielonych dopłat do kredytów w roku 2023, ale zakłada możliwość ich wprowadzenia w kolejnych latach. Z pewnością, program będzie dodatkowym czynnikiem przesuującym w górę ryzyka dla ścieżki centralnej kredytów mieszkaniowych. Skala tego zjawiska będzie jednak również zależna od reakcji cen mieszkań, które w związku z podwyższonym popytem mogą rosnać. Ostateczna realizacja ścieżki kredytów mieszkaniowych będzie wypadkową tych dwóch sił.

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 szybszej niż przewidywano w poprzedniej edycji opracowania redukcji dynamiki akcji kredytowej w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw, spowodowanej wzrostem restrykcyjności polityki pieniężnej oraz spowolnieniem dynamiki PKB w następstwie epizodu inflacyjnego, w bieżącej edycji oczekiwane jest dalsze jej ograniczenie do poziomu ok. -5,6% r/r w I – III kw. 2024 r. a następnie stopniowa odbudowa i powrót do poziomu długookresowej średniej ok. 4% r/r w roku 2025 (tabela 6.1. i wykres 6.1.). Przebieg prognoz punktowych jest zbliżony do poziomów

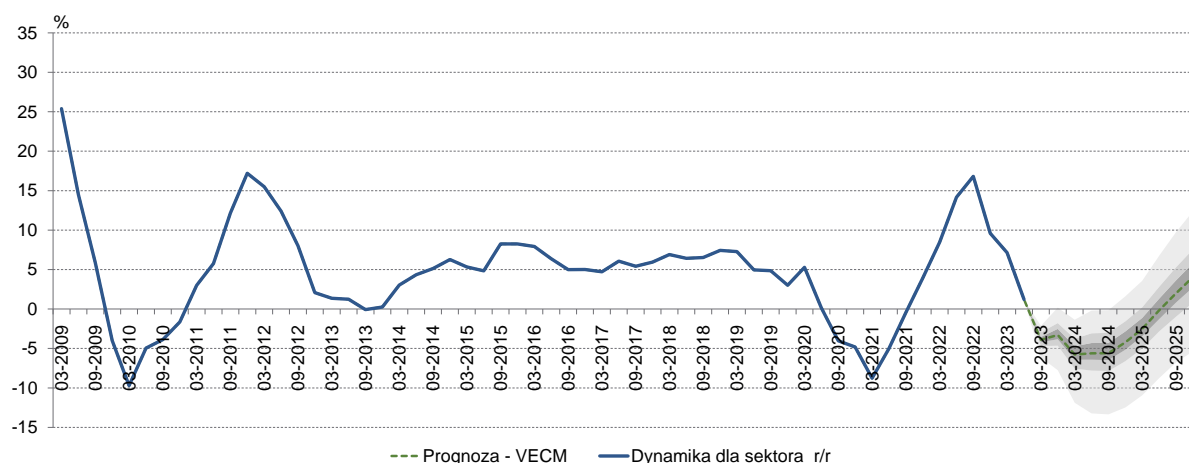
obserwowanych w okresie pandemii, oraz w latach 2009-2011. W końcowej części horyzontu prognozy oczekiwany jest natomiast powrót dynamiki do poziomów historycznych charakterystycznych dla lat 2014-2020.

**Tabela 6.1.** Prognoza dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
Prognoza - kredyty dla przedsiębiorstw	-3,89%	-3,29%	-5,77%	-5,61%	-5,61%	-4,23%	-2,51%	-0,18%	1,98%	4,03%

Źródło: NBP.

**Wykres 6.1.** Prognoza dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.



Źródło: NBP

Spadek dynamiki akcji kredytowej w pierwszej części prognozy jest wynikiem osłabienia koniunktury gospodarczej towarzyszącego podwyższonej inflacji oraz podejmowanym działaniom antyinflacyjnym. Model pokazuje, że konsekwencje trwającego epizodu inflacyjnego będą miały długofalowy charakter, a jego skutki mogą być odczuwalne w gospodarce w całym horyzoncie prognozy. Normalizacja sytuacji gospodarczej i powrót koniunktury powinny być oczekiwane dopiero w końcowej części horyzontu prognozy – w roku 2025.

**Tabela 6.2.** Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w kolejnych okresach prognozy względem wartości obserwowanych w II kw. 2023 r. – model VECM – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
Wzrost	0,000	0,006	0,001	0,007	0,007	0,037	0,122	0,362	<b>0,609</b>	<b>0,775</b>
Spadek	<b>1,000</b>	<b>0,994</b>	<b>0,999</b>	<b>0,993</b>	<b>0,993</b>	<b>0,963</b>	<b>0,878</b>	<b>0,638</b>	0,391	0,225

Uwaga: Wartości wyznaczone w oparciu o symulacje przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.

Źródło: NBP.

W odniesieniu do wyznaczonych na podstawie przedziałów ufności prawdopodobieństw wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej w kolejnych okresach prognozy (tabela 6.2.) można stwierdzić, że w pierwszej części analizowanego horyzontu brak jest podstaw, aby oczekiwać wzrostu dynamiki akcji kredytowej powyżej poziomu obserwowanego w II kw. 2023 r. Tendencja ta ulega osłabieniu w czasie i odwróceniu w II kw. 2025 r.

**Tabela 6.3.** Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
>14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,003	0,012
12-14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,004	0,020
10-12	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002	0,014	0,048
8-10	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,008	0,039	0,092
6-8	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,003	0,028	0,091	0,160
4-6	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,003	0,014	0,080	0,161	0,197
2-4	0,000	0,001	0,000	0,002	0,003	0,014	0,060	0,157	0,207	0,185
0-2	0,000	0,030	0,006	0,018	0,019	0,067	0,143	0,224	0,201	0,131
<0	<b>1,000</b>	<b>0,969</b>	<b>0,994</b>	<b>0,979</b>	<b>0,978</b>	<b>0,916</b>	<b>0,780</b>	<b>0,501</b>	<b>0,280</b>	<b>0,155</b>

Uwaga: Wartości wyznaczone w oparciu o symulacje 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, na podstawie danych o 95% przedziale ufności, iż maksymalne oczekiwane tempo wzrostu dynamiki akcji kredytowej w horyzoncie prognozy może osiągnąć poziom nawet 15,2% r/r (w IV kw. 2025 r.), a minimalne tempo zmian dynamiki tej kategorii kredytów kształtuje się na poziomie -13,4% r/r (w III kw. 2024 r.). W pierwszej części horyzontu prognozy, obejmującej okres III kw. 2023 – II kw. 2025 r., spodziewane jest utrzymywanie się ujemnej dynamiki akcji kredytowej (tabela 6.3). Po II kw. 2025 r. prawdopodobieństwa przedziałowe ulegają wyrównaniu na poziomach dodatnich, ale brak jest dominującego przedziału, w którym kształtowało się będzie tempo akcji kredytowej. Jednocześnie na stosunkowo wysokim poziomie kształtują się nadal

prawdopodobieństwa wystąpienia ujemnych odczytów dynamiki w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw.

## 6.2. Kredyty konsumpcyjne

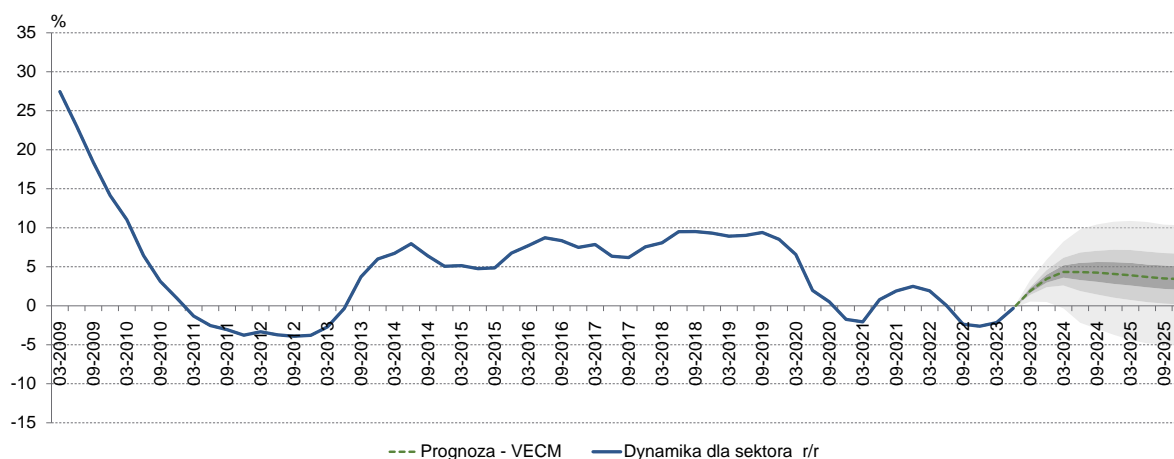
Model przewiduje, że w horyzoncie prognozy należy się spodziewać powrotu dynamiki akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych do poziomów dodatnich i jej stabilizacji wokół wartości 4% r/r po I kw. 2024 r. (tabela 6.4. i wykres 6.2.). Uzyskane oszacowanie ścieżki zmian tej kategorii kredytów jest zbliżone do poziomów dynamiki obserwowanych w latach 2021-2022 i znajduje się poniżej poziomu długookresowej równowagi (ok. 7,5%).

**Tabela 6.4.** Prognoza dynamiki kredytów konsumpcyjnych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
Prognoza – kredyty konsumpcyjne	1,89%	3,46%	4,33%	4,31%	4,25%	4,08%	3,91%	3,69%	3,50%	3,42%

Źródło: NBP.

**Wykres 6.2.** Prognoza dynamiki kredytów konsumpcyjnych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.



Źródło: NBP.

Charakter zmian obserwowanych w bieżącej edycji prognozy w przypadku kredytów konsumpcyjnych wynika przede wszystkim z faktu, iż kredyty tego typu są wykorzystywane 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 roku 2022), w chwili obecnej gospodarstwa domowe będą zainteresowane odtworzeniem posiadanego ich zasobu. W związku z powyższym, można oczekiwać szybszej niż w przypadku pozostałych analizowanych kategorii odbudowy popytu oraz przyspieszenia dynamiki akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych.

**Tabela 6.5.** Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów konsumpcyjnych w kolejnych okresach prognozy względem wartości obserwowanych w II kw. 2023 r. – model VECM – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
Wzrost	<b>0,985</b>	<b>0,989</b>	<b>0,974</b>	<b>0,938</b>	<b>0,905</b>	<b>0,881</b>	<b>0,862</b>	<b>0,849</b>	<b>0,839</b>	<b>0,829</b>
Spadek	0,015	0,011	0,026	0,062	0,095	0,119	0,138	0,151	0,161	0,171

Uwaga: Wartości wyznaczone w oparciu o symulacje przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.  
Źródło: NBP.

W całym horyzoncie prognozy model przewiduje kształtowanie się dynamiki kredytów konsumpcyjnych powyżej jej wartości obserwowanej w II kw. 2023 r. Tendencja ta ulega jedynie nieznacznemu osłabieniu w końcowej części horyzontu prognozy (tabela 6.5). Wyniki prognoz cechuje znaczna niepewność spowodowana gwałtownymi wahaniami zmiennych objaśniających. Analiza przedstawionej prognozy dynamiki akcji kredytowej pozwala stwierdzić, że przy 95% przedziale ufności tempo jej zmian powinno się kształtować w przedziale od -5% r/r do 11% r/r. Po I kw. 2024 r. dominuje prawdopodobieństwo kształtowania się akcji kredytowej w przedziale 2-6% r/r. Jednocześnie, w całym horyzoncie prognozy utrzymuje się jednak istotne ryzyko wystąpienia ujemnej dynamiki tej kategorii kredytów (tabela 6.6). Po II kw. 2024 r. ulega ono wzmocnieniu i ostatecznie stabilizuje się na poziomie ok. 0,2.

**Tabela 6.6.** Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki akcji kredytowej w grupie kredytów konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
>14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
12-14	0,000	0,000	0,000	0,002	0,005	0,009	0,009	0,008	0,006	0,006
10-12	0,000	0,000	0,002	0,019	0,031	0,034	0,034	0,031	0,028	0,025
8-10	0,000	0,000	0,032	0,079	0,090	0,098	0,094	0,087	0,080	0,076
6-8	0,000	0,020	0,188	0,189	0,183	0,169	0,163	0,157	0,149	0,148
4-6	0,000	0,327	0,352	0,270	0,237	0,214	0,206	0,204	0,203	0,198
2-4	0,433	0,523	0,292	0,232	0,211	0,201	0,199	0,194	0,197	0,202
0-2	0,552	0,112	0,102	0,135	0,136	0,139	0,139	0,151	0,155	0,154
<0	0,015	0,018	0,032	0,074	0,107	0,135	0,155	0,167	0,181	0,190

Uwaga: Wartości wyznaczone w oparciu o symulacje przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.  
Źródło: NBP.

### 6.3. Kredyty mieszkaniowe

Po znacznym osłabieniu dynamiki akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych w 2022 i na początku 2023 roku, w III kw. 2023 r. przewidywane jest utrzymanie się ujemnej dynamiki kredytów w tej kategorii (-1,5% r/r). W kolejnych kwartałach spodziewane jest wystąpienie stopniowego ożywienia akcji kredytowej i stabilizacja jej dynamiki na poziomie ok. 4% r/r po III kw. 2024 r. Pomimo ożywienia, w horyzoncie prognozy dynamika pozostaje na historycznie niskim poziomie, zdecydowanie poniżej długookresowej średniej (ok. 10% r/r; tabela 6.7. i wykres 6.3.).

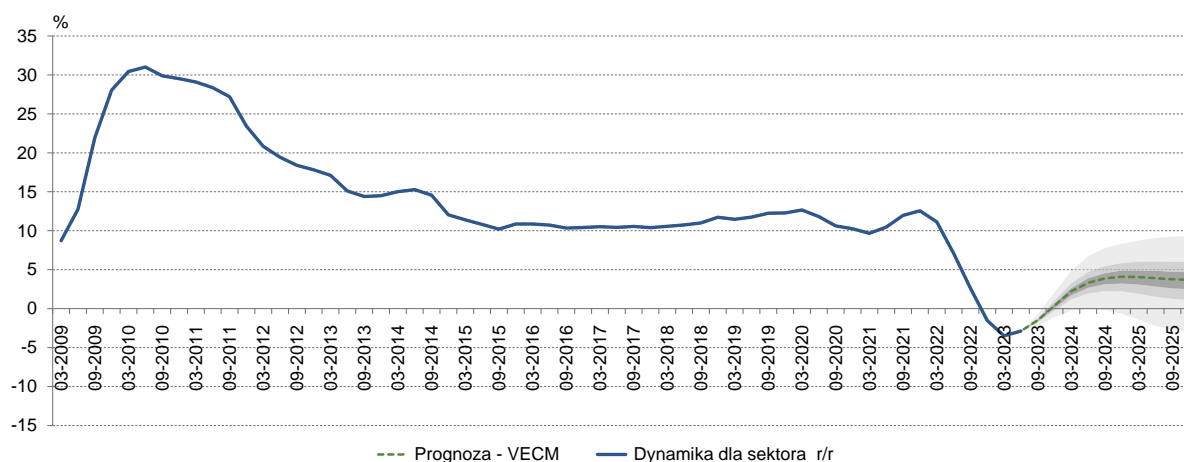
**Tabela 6.7.** Prognoza dynamiki kredytów mieszkaniowych złotych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
Prognoza – kredyty mieszkaniowe	-1,50%	0,40%	2,22%	3,31%	3,89%	4,09%	4,05%	3,91%	3,77%	3,70%

Źródło: NBP.

Przebieg prognozy jest przede wszystkim konsekwencją bieżącego epizodu inflacyjnego, który doprowadził do uszczuplenia budżetów gospodarstw domowych, a co za tym idzie niższego popytu na kredyt z tytułu odkładania inwestycji mieszkaniowych w czasie. Negatywnie na perspektywy akcji kredytowej wpływają również stosunkowo wysokie koszty finansowania długiem, będące skutkiem prowadzonej polityki antyinflacyjnej. Zgodnie z przedstawioną prognozą należy oczekiwać, że negatywny wpływ powyższych czynników na kształtowanie się dynamiki akcji kredytowej będzie szczególnie silny w pierwszej części horyzontu prognozy.

**Wykres 6.3.** Prognoza dynamiki kredytów mieszkaniowych złotych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.



Źródło: NBP.

Ocena niepewności prognozy dynamiki kredytów mieszkaniowych pozwala stwierdzić, że w badanym okresie tempo wzrostu akcji kredytowej w tym segmencie kredytów nie powinno przekroczyć poziomu 10% r/r. Dolny kraniec 95% przedziału ufności dla analizowanej kategorii kredytów osiąga -2,9% r/r. Ścieżka centralna prognozy dynamiki akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych jest jednak obciążona również istotnym dodatkowym źródłem niepewności mogącym przesunąć jej realizację górę. Ze względów metodologicznych w modelu prognostycznym nie uwzględniono bowiem potencjalnego wpływu rządowego programu „Bezpieczny kredyt 2%”. W połączeniu z przeprowadzoną we wrześniu 2023 r. obniżką stóp procentowych czynnik ten może w istotny sposób przyspieszać odbudowę akcji kredytowej w analizowanym segmencie.

**Tabela 6.8.** Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów mieszkaniowych w kolejnych okresach prognozy względem wartości obserwowanych w II kw. 2023 r. – model VECM – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
Wzrost	1,000	1,000	1,000	0,999	0,998	0,996	0,991	0,983	0,977	0,975
Spadek	0,000	0,000	0,000	0,001	0,002	0,004	0,009	0,017	0,023	0,025

Uwaga: Wartości wyznaczone w oparciu o symulacje przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.  
Źródło: NBP.

Na podstawie wyznaczonych z przedziałów ufności prawdopodobieństw wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej w kolejnych okresach prognozy można stwierdzić, iż w całym jej horyzoncie brak jest możliwości spadku dynamiki akcji kredytowej poniżej poziomu obserwowanego w II kw. 2023 r. Tendencja ta jest stabilna i ulega jedynie nieznacznemu osłabieniu w końcowej części analizowanego okresu (tabela 6.8.).

**Tabela 6.9.** Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki akcji kredytowej w grupie kredytów mieszkaniowych w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
>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	0,001	0,000	0,001	0,002	0,003
10-12	0,000	0,000	0,000	0,001	0,003	0,002	0,007	0,010	0,012	0,012
8-10	0,000	0,000	0,000	0,005	0,016	0,031	0,041	0,046	0,049	0,048
6-8	0,000	0,000	0,003	0,054	0,115	0,149	0,157	0,146	0,140	0,139
4-6	0,000	0,000	0,080	0,273	0,338	0,329	0,300	0,275	0,256	0,245
2-4	0,000	0,030	0,483	0,457	0,363	0,314	0,281	0,272	0,266	0,258
0-2	0,000	0,668	0,397	0,184	0,135	0,132	0,151	0,161	0,165	0,176
<0	1,000	0,302	0,037	0,026	0,030	0,042	0,063	0,089	0,110	0,119

Uwaga: Wartości wyznaczone w oparciu o symulacje przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.  
Źródło: NBP.



W III kw. 2023 r. dominuje prawdopodobieństwo utrzymywania się dynamiki akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych na poziomie ujemnym. W kolejnych okresach prawdopodobieństwa przedziałowe ulegają wyrównaniu na poziomach dodatnich. Akcja kredytowa stabilizuje się w przedziale 2-6 % r/r. Po IV kw. 2023 r. prawdopodobieństwo wystąpienia ujemnej dynamiki tej kategorii kredytów nie przekracza 0,12 (tabela 6.9).

#### 6.4. Kredyty dla sektora niefinansowego

W przypadku komponentu opisującego kształtowanie się dynamiki akcji kredytowej 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 cząstkowe 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 charakteryzują się lepszym dopasowaniem 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

**Tabela 6.10.** Prognoza dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.

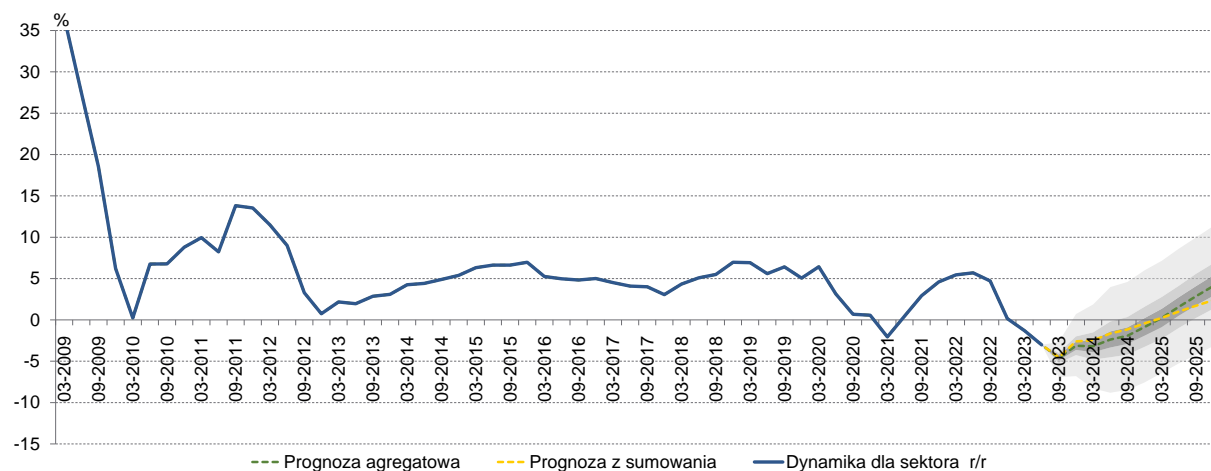
	Prognoza agregatowa	Prognoza z sumowania
III kw. 2023	-4,59%	-4,52%
IV kw. 2023	-3,14%	-2,60%
I kw. 2024	-3,19%	-2,47%
II kw. 2024	-2,38%	-1,65%
III kw. 2024	-1,92%	-1,15%
IV kw. 2024	-0,85%	-0,41%
I kw. 2025	0,24%	0,23%
II kw. 2025	1,58%	1,01%
III kw. 2025	2,86%	1,71%
IV kw. 2025	4,08%	2,38%

Źródło: NBP.

Prognoza akcji kredytowej dla sektora niefinansowego wykonana w ujęciu agregatowym przewiduje spadek jej dynamiki do poziomu ok. -4,5% r/r w III kw. 2023 r. oraz późniejszą jej odbudowę do poziomu 4% r/r na koniec horyzontu prognozy (tabela 6.10). Należy zauważyć, że choć uzyskana niezależnie w stosunku do prezentowanych powyżej prognoz cząstkowych dla

poszczególnych kategorii kredytu, prognoza agregatowa uwzględnia dominujące w nich czynniki związane w pierwszej kolejności z osłabieniem dynamiki akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw, oraz jej stopniową odbudową w segmentach kredytów dla konsumpcyjnych i kredytów mieszkaniowych. Prezentowane oszacowania dynamiki akcji kredytowej są zbliżone do odczytów, które obserwowaliśmy w czasie kryzysu spowodowanego pandemią COVID-19, jednak przez większość horyzontu prognozy znacząco odbiegają od poziomów charakterystycznych dla stanu długookresowej równowagi (ok. 5% r/r).

**Wykres 6.4.** Prognoza dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.



Źródło: NBP.

Wyniki prognoz cechuje umiarkowana niepewność skutkująca stosunkowo wąskim przebiegiem 30% i 60% przedziału ufności, przy jednoczesnym dość szerokim przebiegu przedziału 95%. Maksymalne tempo wzrostu kredytów w tej grupie może sięgać w horyzoncie prognozy wartości 11,3% r/r (w IV kw. 2025 r.). Jednocześnie model przewiduje możliwość wystąpienia dynamik ujemnych na poziomie sięgającym nawet -9% r/r między I a III kw. 2024 r. (wykres 6.4).

**Tabela 6.11.** Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego w kolejnych okresach prognozy – model VECM, prognoza agregatowa – prognoza wrzesień 2022 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
Wzrost	0,037	0,462	0,462	<b>0,601</b>	<b>0,667</b>	<b>0,775</b>	<b>0,860</b>	<b>0,919</b>	<b>0,952</b>	<b>0,973</b>
Spadek	<b>0,963</b>	<b>0,538</b>	<b>0,538</b>	0,399	0,333	0,225	0,140	0,081	0,048	0,027

Uwaga: Wartości wyznaczone w oparciu o symulacje przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.

Źródło: NBP.

Analiza wartości prawdopodobieństw wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej pozwala stwierdzić, że w okresie III kw. 2023 r. – I kw. 2024 r. dominuje prawdopodobieństwo utrzymywania się dynamiki akcji kredytowej w sektorze niefinansowym na poziomie niższym niż

w II kw. 2023 r. W kolejnych kwartałach tendencja ta ulega odwróceniu. Oczekiwane są wzrosty dynamiki powyżej poziomu z II kw. 2023 r. Scenariusz ten podlega dodatkowo wzmocnieniu w końcu horyzontu prognozy (tabela 6.11.).

W pierwszej części horyzontu prognozy (pomiędzy III kw. 2023 r. i I kw. 2025 r.) należy oczekiwać wystąpienia ujemnych dynamik akcji kredytowej w segmencie kredytów dla sektora niefinansowego (tabela 6.12.). W kolejnych kwartałach prawdopodobieństwa przedziałowe ulegają wyrównaniu na poziomach dodatnich. Brak jest dominującego przedziału, w którym powinna się kształtować akcja kredytowa. Po I kw. 2025 r. prawdopodobieństwa wystąpienia ujemnej dynamiki tej kategorii kredytów ulegają znacznemu ograniczeniu – spadają poniżej 0,3.

**Tabela 6.12.** Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki akcji kredytowej w sektorze niefinansowym w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
>14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,002	0,006
12-14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,003	0,005	0,013
10-12	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,004	0,008	0,017	0,029
8-10	0,000	0,000	0,000	0,001	0,003	0,006	0,011	0,022	0,039	0,069
6-8	0,000	0,000	0,001	0,006	0,008	0,017	0,027	0,055	0,102	0,161
4-6	0,000	0,000	0,004	0,017	0,022	0,040	0,071	0,120	0,195	0,236
2-4	0,000	0,008	0,018	0,044	0,055	0,100	0,157	0,244	0,257	0,230
0-2	0,000	0,030	0,052	0,113	0,144	0,217	0,264	0,253	0,203	0,145
<0	1,000	0,962	0,925	0,818	0,767	0,619	0,465	0,294	0,180	0,111

Uwaga: Wartości wyznaczone w oparciu o symulacje 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, a następnie zsumowanie jej 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 poziomu ok. -4,5 % r/r w III kw. 2023 r. W kolejnych miesiącach tempo zmian powróci do wartości dodatnich osiągając poziom ok. 2% r/r w 2025 r. W całym analizowanym okresie prognoza punktowa przebiega poniżej poziomu długookresowej średniej (ok. 5%) (tabela 6.10 i wykres 6.4). Należy podkreślić zbieżność prognoz dynamiki akcji kredytowej dla sektora niefinansowego uzyskanych na poziomie agregatowym oraz metodą sumowania. W przeważającej części horyzontu prognozy oszacowanie to znajduje się wewnątrz 30% przedziału ufności dla prognozy agregatowej. Stanowi to silny sygnał dotyczący perspektyw kształtowania się dynamiki akcji kredytowej w sektorze.

## 6.1. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB

W trakcie prac nad bieżącą edycją opracowania przygotowane zostały zarówno tradycyjne prognozy dynamiki akcji kredytowej w analizowanych segmentach, jak również 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 2023 r. Poniżej prezentujemy zestawienia dotyczące kształtowania się relacji kredytu do PKB w horyzoncie prognozy (tabela 6.13.) oraz rozwoju tej relacji na tle danych historycznych (wykres 6.5.).

**Tabela 6.13.** Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.

	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
Kredyty dla przedsiębiorstw	11,51%	11,12%	10,46%	10,26%	9,91%	9,68%	9,36%	9,39%	9,37%	9,42%
Kredyty konsumpcyjne	6,04%	5,98%	5,87%	5,77%	5,74%	5,58%	5,53%	5,48%	5,44%	5,42%
Kredyty mieszkaniowe	11,87%	11,61%	11,43%	11,27%	11,18%	11,10%	11,07%	11,01%	10,99%	11,00%
Kredyty dla sektora niefinansowego	34,82%	33,75%	32,38%	31,65%	31,00%	30,12%	29,25%	28,80%	28,55%	28,48%

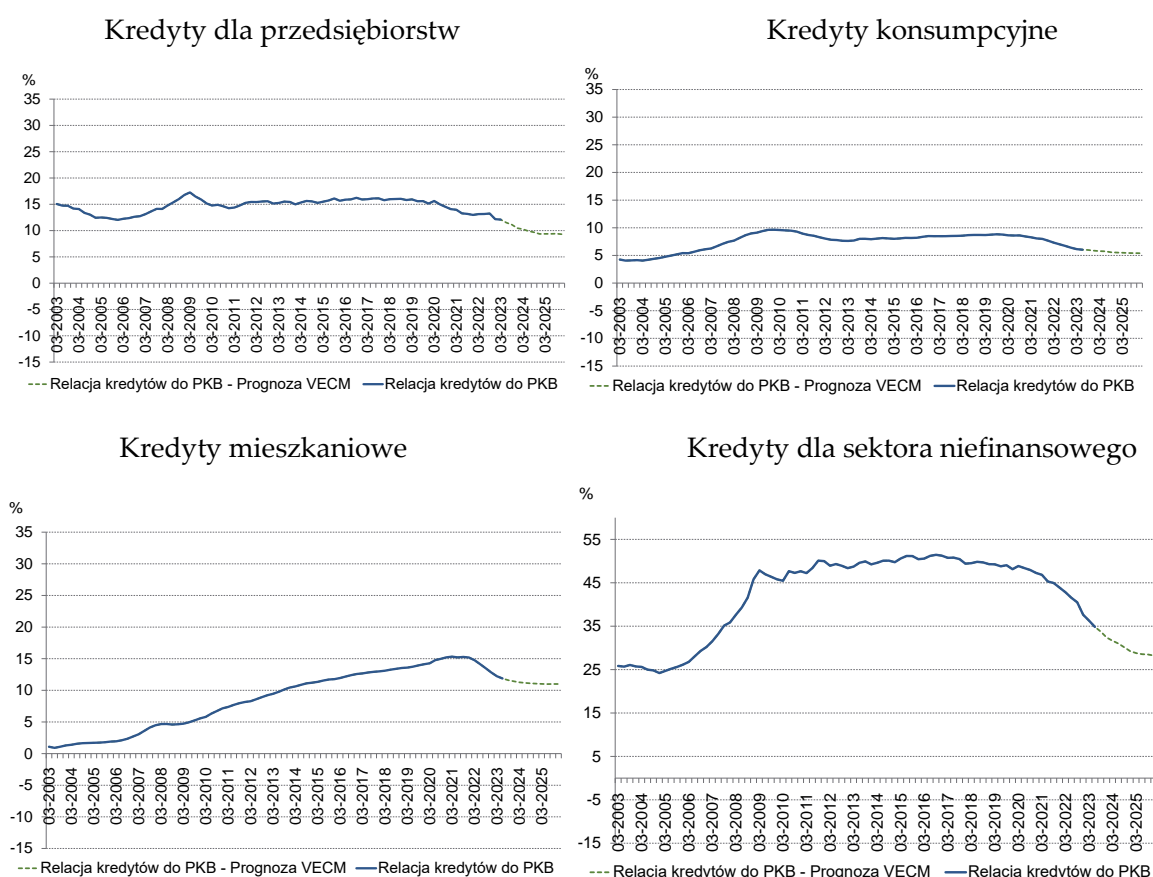
Źródło: NBP.

Przeprowadzona analiza pozwala stwierdzić, że w horyzoncie prognozy przewidywany jest spadek relacji kredytów do PKB dla każdej z 4 analizowanych kategorii. W ujęciu łącznym – dla całego sektora niefinansowego – w horyzoncie prognozy relacja obniży się o 6,6 p.p. Spośród analizowanych segmentów największe spadki będą dotyczyły kredytów dla przedsiębiorstw (o 2,2 p.p.). W pozostałych kategoriach: kredytów mieszkaniowych oraz kredytów konsumpcyjnych, spadki nie powinny być większe niż 0,9 p.p. Oznacza to, że istotnym czynnikiem odpowiadającym za zmiany relacji kredytu do PKB będą spadki w grupie pozostałych, nieobjętych szczegółową prognozą kredytów, do której należą m.in. kredyty mieszkaniowe walutowe oraz pozostałe kredyty dla gospodarstw domowych. W pierwszym z wymienionych przypadków spadki są naturalną konsekwencją przyjętych rozwiązań nadzorczych, które ograniczyły dostępność tego typu kredytów. W przypadku pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych od początku pandemii obserwowany jest silny trend spadkowy związany prawdopodobnie z racjonalizacją budżetów domowych (spadek wartości udzielonych kredytów o 18,6% w porównaniu z kwietniem 2020 r.).

W perspektywie historycznej relacje poszczególnych kategorii kredytów do PKB kształtują się stosunkowo stabilnie. Największe ich przyrosty w większości segmentów (oprócz kredytów mieszkaniowych) były obserwowane w latach 2007-2009. W kolejnych latach, relacje te uległy stabilizacji na obniżonych poziomach. W przypadku kredytów dla sektora niefinansowego był to

poziom ok. 50%, kredyty dla przedsiębiorstw oscylowały wokół 15% PKB, a kredyty konsumpcyjne na poziomie ok. 8% PKB. Jedynym wyjątkiem były tu kredyty mieszkaniowe złotowe, w przypadku których wzrosty relacji do PKB były obserwowane nieprzerwanie do końca roku 2020, co wynikało przede wszystkim z wysokiego popytu służącego zaspokojeniu istotnych potrzeb społecznych.

**Wykres 6.5.** Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2023 r.



Źródło: NBP.

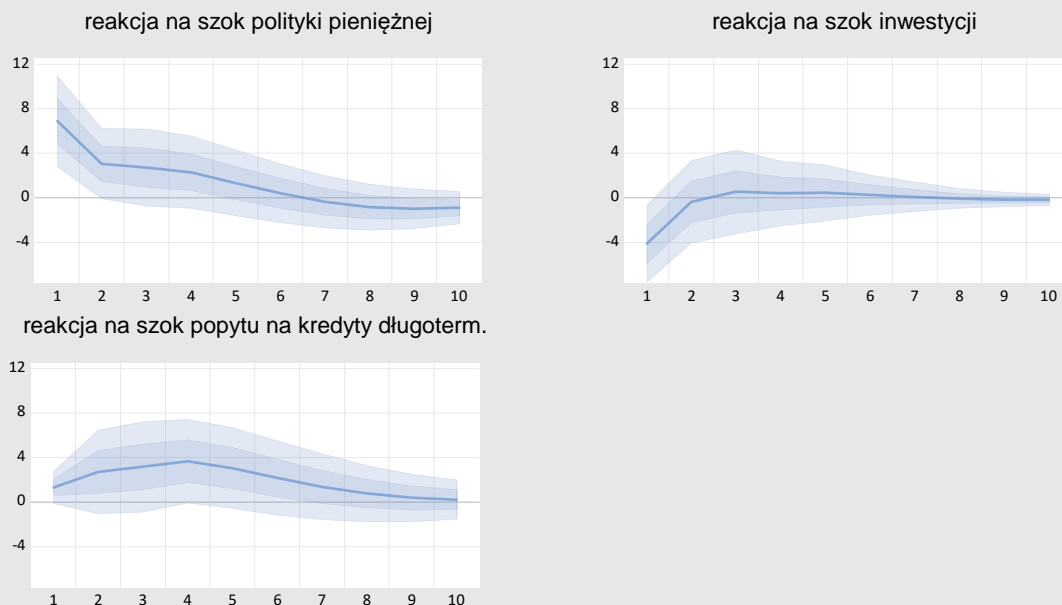
Pandemia COVID-19 zapoczątkowała dynamiczne spadki wspomnianych relacji, które następnie zostały utrwalone. Spadki te będą kontynuowane w horyzoncie prognozy. W konsekwencji na koniec tego horyzontu relacja kredytów dla przedsiębiorstw może osiągnąć najniższy poziom w historii (ok. 9,3%), a relacje kredytów dla sektora niefinansowego i konsumpcyjnych będą się stabilizowały na poziomach nieobserwowanych od roku 2007 (odpowiednio ok. 30% i ok. 5,5%). W przypadku kredytów mieszkaniowych ich relacja do PKB może osiągnąć poziom z roku 2015 (ok. 11% PKB).

**Ramka 6.1.1.** W jaki sposób informacje z ankiety Komitetów Kredytowych mogą pomóc analizować politykę kredytową banków komercyjnych?

Od 2003 r. NBP prowadzi kwartalną ankietę wśród Przewodniczących Komitetów Kredytowych na temat polityki kredytowej<sup>1</sup>. Banki informują czy zmieniły (zastrzyły bądź złagodziły) kryteria i warunki kredytowania oraz wskazują przyczyny zmian<sup>2</sup>. Informacje zawarte w ankiecie mogą pomóc oszacować skalę podaży kredytu – wielkości w praktyce nieobserwowalnej, lecz ważnej z punktu widzenia polityki makroostrożnościowej i pieniężnej. Wykorzystanie tych informacji w modelach ekonometrycznych pozwala z jednej strony sprawdzić ich wiarygodność, z drugiej zaś pokazać, jaki wpływ na politykę kredytową banków ma polityka pieniężna, jak reagują kredyty dla sektora niefinansowego na zmiany polityki kredytowej banków oraz jakie czynniki poza polityką banku centralnego mają wpływ na politykę banków.

Z przeprowadzonych badań wynika<sup>3</sup>, że kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw reagują na nieoczekiwane zmiany (tzw. szoki) polityki pieniężnej: zaostrzenie/złagodzenie polityki pieniężnej prowadzi do zaostrzenia/złagodzenia polityki kredytowej banków. Zaostrzenie/złagodzenie polityki kredytowania oznacza utrudnienie/ułatwienie w dostępie do kredytów, czy to ze względu na wymaganą minimalną stopę zwrotu z inwestycji, zabezpieczenia, czy na przykład z powodu proponowanej marży. Taki sam co do kierunku, lecz nieco mniejszy, jest wpływ nieoczekiwanego wzrostu popytu przedsiębiorstw na kredyty inwestycyjne i na zakup nieruchomości (kredyty długoterminowe): banki stopniowo zaostrzają wówczas kryteria i warunki, zapewne obawiając się pogorszenia jakości swoich bilansów. Z kolei nieoczekiwany wzrost inwestycji brutto w kapitał trwały<sup>4</sup> skłania banki do złagodzenia polityki kredytowej.

**Wykres I.** Reakcje kryteriów udzielania kredytów długoterminowych dla dużych przedsiębiorstw na wybrane szoki.



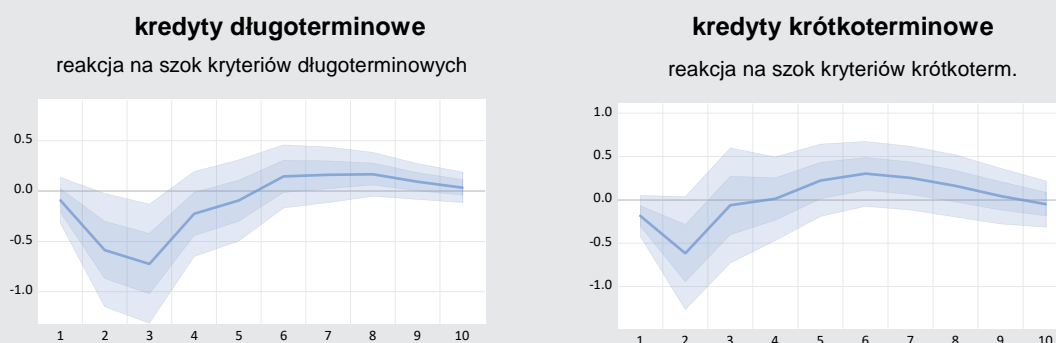
Uwagi: Linia ciągła przedstawia reakcję na szok, a ciemnoniebieski (jasnoniebieski) pas obrazuje 68-procentowy (95-procentowy) przedział ufności oszacowanej reakcji. Na osi poziomej zaznaczono kwartały po wystąpieniu szoku. Wartość dodatnia oznacza zaostrzenie, ujemna złagodzenie polityki kredytowej.

Źródło: NBP, obliczenia własne

Polityka kredytowa banków ma wpływ na wielkość kredytu dla przedsiębiorstw. Zaostrzenie kryteriów prowadzi do przejściowego spadku tempa wzrostu zarówno długoterminowych, jak i

krótkoterminowych kredytów złotych. Maksimum reakcji przypada na drugi i trzeci kwartał po nieoczekiwanej zmianie kryteriów.

**Wykres II.** Reakcja tempa wzrostu złotych kredytów (kw./kw., pkt. proc.) dla przedsiębiorstw (w ujęciu realnym) na zaostrzenie kryteriów dla przedsiębiorstw dużych.

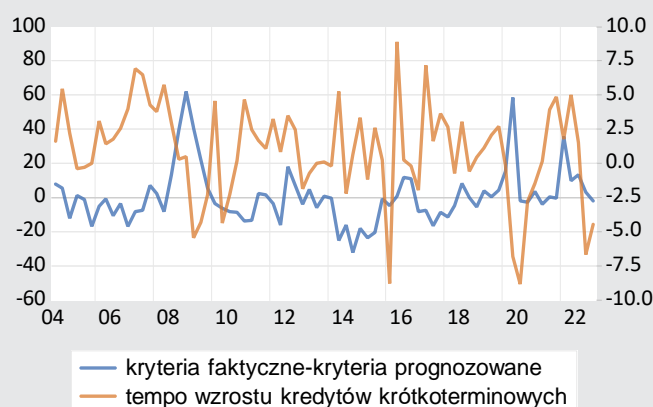


Uwagi: Linia ciągła przedstawia reakcję na szok, a ciemnoniebieski (jasnoniebieski) pas obrazuje 68-procentowy (95-procentowy) przedział ufności oszacowanej reakcji. Na osi poziomej zaznaczono kwartały po wystąpieniu szoku.

Źródło: NBP, obliczenia własne.

Dłuższe okresy zaostrzonej/luźnej polityki kredytowej banków mogą prowadzić do powstania zjawiska *credit crunch*/bąbla kredytowego. Do zidentyfikowania takich okresów mogą być wykorzystywane informacje dotyczące kryteriów kredytowania. W tym celu przyjęto założenie, że prognoza kryteriów uzyskana z modelu, w którym występują zmienne wpływające zgodnie z teorią na kryteria, odzwierciedla poziom kryteriów uzasadniony bieżącymi warunkami ekonomicznymi. Różnica między rzeczywistymi i prognozowanymi kryteriami powinna pokazywać, czy kryteria są zaostrzone, poluzowane, czy neutralne. Tzw. test przyczynowości w sensie Grangera pokazuje, że nie można odrzucić hipotezy, że restrykcyjność polityki kredytowej banków (mierzona naszym wskaźnikiem) jest przyczyną zmian poziomu kredytów, w szczególności kredytów krótkoterminowych.

**Wykres III.** Wskaźnik restrykcyjności polityki kredytowej banków dotyczący kredytów krótkoterminowych dla dużych przedsiębiorstw i tempo wzrostu kredytów krótkoterminowych



Uwaga: Wskaźnik restrykcyjności – lewa oś, tempo wzrostu kredytów krótkoterminowych (kw./kw., realnie) – prawa oś. Dodatnie wartości wskaźnika oznaczają zacieśnioną politykę kredytową, ujemne – poluzowaną.

Źródło: NBP, obliczenia własne.

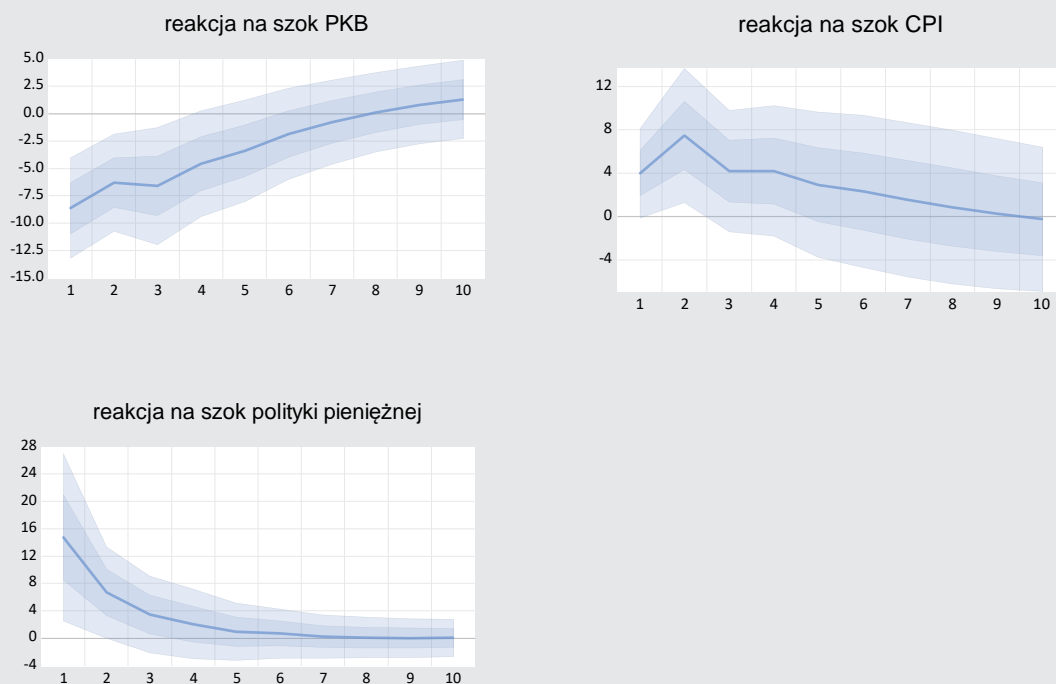


Kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych kształtowały się pod znacznym wpływem działań UKNF, szczególnie po globalnym kryzysie finansowym i w związku z kredytami udzielanymi w walutach obcych. W rezultacie zmiany kryteriów w znacznej mierze odzwierciedlają wprowadzane kolejno rekomendacje. Zaburza to uzyskane rezultaty, gdyż banki zaostrzały kryteria bez związku z aktualną sytuacją na rynku mieszkaniowym, warunkami makroekonomicznymi czy polityką pieniężną. Można sądzić, że przynajmniej w pewnym stopniu efekt ten powoduje, iż kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych słabo lub wcale nie reagują na nieoczekiwane zmiany Produktu Krajowego Brutto<sup>5</sup> czy popytu na kredyty mieszkaniowe. Nie ma też pewności, czy reagują na szoki polityki pieniężnej (wyniki z modeli nie są jednoznaczne).

Złotowe kredyty mieszkaniowe nie reagują na nieoczekiwane zmiany kryteriów, ale nieoczekiwane zaostrzenie wymaganego wkładu własnego (LTV) prowadzi do spadku ich tempa wzrostu. Inne warunki udzielania kredytów mieszkaniowych, np. marża, czy marża dla bardziej ryzykownych kredytobiorców, takiego wpływu nie wywierają.

Inaczej jest w przypadku kryteriów udzielania kredytów konsumpcyjnych i ich wpływu na tempo wzrostu złotych kredytów konsumpcyjnych. Kryteria te są łagodzone po nieoczekiwanym wzroście PKB, a zacieśnienia polityki kredytowej można się spodziewać po nieoczekiwanym zaostrzeniu polityki pieniężnej czy wzroście inflacji.

#### Wykres IV. Reakcje kryteriów udzielania kredytów konsumpcyjnych na wybrane szoki.

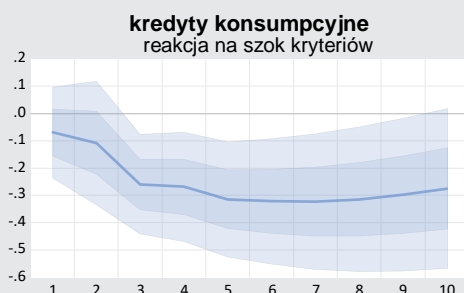


Uwagi: Linia ciągła przedstawia reakcję na szok, a ciemnoniebieski (jasnoniebieski) pas obrazuje 68-procentowy (95-procentowy) przedział ufności oszacowanej reakcji. Na osi poziomej zaznaczono kwartały po wystąpieniu szoku.

Źródło: NBP, obliczenia własne.

Pod wpływem zaostrzenia kryteriów udzielania kredytów konsumpcyjnych spada tempo wzrostu kredytowania. Reakcja jest stosunkowo długa, a jej maksimum następuje między piątym a ósmym kwartale po szoku.

**Wykres V.** Reakcja tempa wzrostu złotych kredytów konsumpcyjnych (kw./kw., pkt. proc.) dla gospodarstw domowych (w ujęciu realnym).



Uwagi: Linia ciągła przedstawia reakcję na szok, a ciemnoniebieski (jasnoniebieski) pas obrazuje 68-procentowy (95-procentowy) przedział ufności oszacowanej reakcji. Na osi poziomej zaznaczono kwartały po wystąpieniu szoku.

Źródło: NBP, obliczenia własne.

<sup>1</sup> Zob. <https://nbp.pl/system-finansowy/sytuacja-na-rynku-kredytowym/>

<sup>2</sup> Kryteria udzielania kredytów to ustalone przez bank minimalne standardy zdolności kredytowej, jakie musi spełnić kredytobiorca, aby uzyskać kredyt. Warunki udzielania kredytów to cechy umowy kredytu uzgadniane przez bank i kredytobiorcę, w tym marża odsetkowa, pozaodsetkowe koszty kredytu, maksymalna kwota kredytu, wymagane zabezpieczenia i maksymalny okres kredytowania.

<sup>3</sup> Posługujemy się zestawem modeli wektorowej autoregresji z dekompozycją nierekursywną. Próba obejmuje okres od 4 kw. 2003 r. do 3 kw. 2022 r.

<sup>4</sup> Inwestycje brutto w kapitał trwały przybliżają zagregowany popyt w modelach zbudowanych dla przedsiębiorstw.

<sup>5</sup> PKB jest przybliżeniem zagregowanego popytu w modelach dla gospodarstw domowych.

## 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)** – wielostronny system obrotu instrumentami finansowymi organizowany poza rynkiem regulowanym, w sposób nieuznaniowy oraz charakteryzujący się mniejszymi niż ten rynek 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).

**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.

**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.

**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 wzmacniania 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.).

**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.

**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.

**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.

**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 2023 r., poz. 646) 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 obrotem zorganizowanym (rynkiem regulowanym lub alternatywnym systemem obrotu).

**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.

**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.

**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, transakcji depozytowych zawartych na termin O/N przez instytucje kredytowe, instytucje finansowe oraz duże przedsiębiorstwa z podmiotami przekazującymi dane na rynku referencyjnym.

**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.

**wymóg MREL** –wymóg w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych wprowadzony dyrektywą BRRD.

**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, 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	dwunastoletni
AC	<i>auto casco</i>
AEX	indeks giełdy papierów wartościowych w Amsterdamie
ARM	Approved Reporting Mechanism
ASI	alternatywna spółka inwestycyjna
ASO	alternatywny system obrotu
AT1	<i>additional tier 1 capital</i> (kapitał dodatkowy tier I)
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>
BPS	Bank Polskiej Spółdzielczości
BS	bank spółdzielczy
BSB	<i>buy-sell-back</i>
CAC 40	indeks 40 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Paryżu
CCP	<i>central counterparty</i>
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
CIT	podatek dochodowy od osób prawnych
CIRS	<i>cross currency interest rate swap</i>
CLS	<i>Continuous Linked Settlement</i>
COR	współczynnik <i>combined ratio</i>
COVID-19	<i>Corona Virus Disease 2019</i>
CPI	Consumer Price Index

CR3	udział 3 największych podmiotów w rynku
CR5	udział 5 największych podmiotów w rynku
CR10	udział 10 największych podmiotów w rynku
CRD IV	<i>Capital Requirements Directive IV</i>
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>
CSA	<i>Credit Support Annex</i>
CSDR	<i>Central Securities Depositories Regulation</i>
CTPP	<i>Critical Third Party Provider</i>
DAX	indeks giełdy papierów wartościowych we Frankfurcie
DBPD	długoterminowe bankowe papiery dłużne
DFE	dobrowolny fundusz emerytalny
DJ EURO STOXX 50	indeks 50 największych spółek z państw strefy euro
DLT	<i>distributed ledger technology</i>
DORA	<i>Digital Operational Resilience Act</i>
DPDP	długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw
DS	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych stałokuponowych o dziesięcioletnim pierwotnym terminie zapadalności
DSPW	Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
Dz.U.	Dziennik Ustaw
Dz. Urz. KNF	Dziennik Urzędowy Komisji Nadzoru Finansowego
Dz. Urz. UE	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej
EBC	Europejski Bank Centralny
EBI	Europejski Bank Inwestycyjny
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
EOG	Europejski Obszar Gospodarczy
ESG	<i>Environmental, Social responsibility, Corporate governance</i>
ERRS	Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego
ESA	European System of Accounts
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
€STR	The euro short-term rate
ETF	<i>exchange-traded fund</i>
EUA/EUAA	uprawnienia do emisji dwutlenku węgla
EUR	euro
EuVECA	europejski fundusz <i>venture capital</i>
FD	wskaźnik rozwoju system finansowego
FESE	The Federation of European Securities Exchanges
FI	wskaźnik rozwoju instytucji finansowych
FIA	Futures Industry Association
FIO	fundusz inwestycyjny otwarty
FISN	<i>financial instrument short name</i>
FIZ	fundusz inwestycyjny zamknięty
FM	wskaźnik rozwoju rynków finansowych
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
FWK	Fundusz Wsparcia Kredytobiorców
FZD	fundusz zdefiniowanej daty
FX	<i>foreign exchange</i>
GBP	funt brytyjski
GBP	Green Bonds Principles
GMRA	<i>Global Master Repurchase Agreement</i>
GMT	<i>Greenwich Mean Time</i>
GNB S.A.	Getin Noble Bank S.A.
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
G-SII	Global Systematically Important Institution
GUS	Główny Urząd Statystyczny
HFT	<i>high frequency trading</i>
HHI	Herfindahl-Hirschman Index (wskaźnik Herfindahla-Hirschmana)
HVF	High Volume Funds
HVP	High Volume Provider
IBEX 35	indeks 35 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Madrycie
ICE	Intercontinental Exchange
ICMA	International Capital Market Association
ICT	<i>Information and Communication Technology</i>
IDEM	Italian Derivatives Exchange Market
IFR	Investment Firm Regulation
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
IRS	<i>interest rate swap</i>
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISIN	<i>international securities identifying number</i>
IZ	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych indeksowanych wskaźnikiem inflacji
JOF	<i>Joint Overview Forum</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
KIR	Krajowa Izba Rozliczeniowa
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
KPDP	krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw
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
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
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>
MSCI EM	indeks grupujący indeksy z państw wschodzących
MSP	małe i średnie przedsiębiorstwa
MSSF	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
MTF	<i>multilateral trading facilities</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
NGR	Narodowa Grup Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych
NBP	Narodowy Bank Polski
NCIndex	indeks rynku NewConnect
O/N	<i>overnight</i>
OC	odpowiedzialność cywilna
OFE	otwarty fundusz emerytalny
OIK	oddział instytucji kredytowej
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
O-SII	Other Systemically Important Institution (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>
OZE	odnawialne źródła energii
PDA	prawo do akcji

PFE	pracowniczy fundusz emerytalny
PFR	Polski Fundusz Rozwoju
PKB	produkt krajowy brutto
PLN	złoty polski
POLONIA	Polish Overnight Index Average
POS	<i>point of sale</i>
PPDM	podmiot prowadzący działalność maklerską
PPE	pracowniczy program emerytalny
PPK	pracownicze plany kapitałowe
PS	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych stałokuponowych o pięcioletnim pierwotnym terminie zapadalności
PSD2	<i>Payment Services Directive 2</i>
PTE	powszechne towarzystwo emerytalne
PvP	<i>payment vs payment</i>
PZF	Polski Związek Faktorów
PZU	Powszechny Zakład Ubezpieczeń
ROA	<i>return on assets</i>
ROE	<i>return on equity</i>
RPP	Rada Polityki Pieniężnej
RRRF	Rada Rozwoju Rynku Finansowego
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&P500 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>
SFIO	specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty
SFTR	<i>Securities Financing Transactions Regulation</i>
SGB	Spółdzielcza Grupa Bankowa
SIF	System Informacji Finansowej
SKOK	spółdzielcza kasa oszczędnościowo-kredytowa
SMI	indeks giełdy papierów wartościowych w Zurychu
SOBK	System Ochrony Baków Komercyjnych
SOFR	<i>Secured Overnight Financing Rate</i>
SONIA	<i>Sterling Overnight Index Average</i>
SOZ BPS	System Ochrony Zrzeszenia BPS
SOZ BPS	System Ochrony Zrzeszenia BPS
SP	Skarb Państwa
SPO	<i>secondary public offering</i>
SSO SGB	Spółdzielczy System Ochrony SGB
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>
TARGET2	Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer system
TARGET2-NBP	polski komponent systemu TARGET2
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	Total Risk Exposure Amount (całkowita ekspozycja na ryzyko)
TSUE	Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej
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	<i>Universal Trading Platform</i>
VaR	<i>value at risk</i>
VECM	Vector Error Correction Model
WATS	<i>Warsaw Automated Trading System</i>
WE	Wspólnota Europejska
WFE	World Federation of Exchanges
WIBID	Warsaw Interbank Bid Rate
WIBOR	Warsaw Interbank Offered Rate
WIG	Warszawski Indeks Giełdowy
WIG20	Warszawski Indeks Giełdowy 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
WIG-banki	Warszawski Indeks Giełdowy spółek sektora bankowego
WIG-Chemia	Warszawski Indeks Giełdowy spółek z sektora chemicznego
WIG-Ukraina	Warszawski Indeks Giełdowy spółek z siedzibą w Ukrainie
WIG.GAMES5	Warszawski Indeks Giełdowy pięciu najbardziej płynnych spółek z sektora gier komputerowych
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
WIGtechTR	Warszawski Indeks Giełdowy spółek technologicznych obliczany w formule dochodowej
WIG.Games5	Warszawski Indeks Giełdowy pięciu najbardziej płynnych spółek z branży producentów i wydawców gier
WIRF	Warszawski Indeks Rynku Finansowego
WIRON	<i>Warsaw Interest Rate Overnight</i>
WRR	Warsaw Repo Rate
WWR	<i>wrong way risk</i>
WZ	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych zmiennokuponowych
ZFPF	Związek Firm Pośrednictwa Finansowego
ZPF	Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce
ZPL	Związek Polskiego Leasingu
ZUS	Zakład Ubezpieczeń Społecznych

---

[www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)

