

POZIOM INSTYTUCJONALNEGO ROZWOJU POLSKIEGO RYNKU FINANSOWEGO

SYGN. WIB PAB 8/2020

Raport opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Warszawa, 17 czerwca 2020

 PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY



O raporcie

Raport **Poziom instytucjonalnego rozwoju polskiego rynku finansowego** został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Autorzy

Raport przygotowany przez zespół w składzie:

Prof. dr hab. Jan Czekaj

– profesor zwyczajny i kierownik Katedry Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. W przeszłości był między innymi członkiem Rady Polityki Pieniężnej, podsekretarzem stanu w Ministerstwie Przekształceń Własnościowych oraz w Ministerstwie Finansów, członkiem Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a także zastępcą przewodniczącego Komisji Nadzoru Bankowego oraz Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych. Jest autorem, współautorem lub redaktorem wielu książek, artykułów naukowych oraz publikacji i komentarzy w prasie specjalistycznej. Jego zainteresowania naukowe koncentrują się na problematyce polityki pieniężnej, makroekonomicznych uwarunkowań rynków finansowych, rynku długu, rynku funduszy inwestycyjnych, efektywności informacyjnej giełdowego rynku akcji oraz zarządzania finansami przedsiębiorstw.

Dr Maciej Bolisęga

– doktor nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse, ekonomista w Banku Inwestycyjnym UBS oraz adiunkt w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. W swojej pracy naukowej koncentruje się na polityce pieniężnej oraz interakcjach zachodzących pomiędzy sferą realnej gospodarki a systemem finansowym. Ponadto zajmuje się analizą poziomu rozwoju systemu finansowego w wybranych krajach Unii Europejskiej. Poza działalnością naukową odpowiedzialny jest za sporządzanie prognoz makroekonomicznych gospodarki Stanów Zjednoczonych.

Dr Paweł Oleksy

– adiunkt w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, absolwent studiów doktoranckich w Szkole Głównej Handlowej, były stypendysta DAAD na uniwersytecie we Freiburgu. W swojej działalności naukowej koncentruje się na problematyce funkcjonowania rynków i instytucji finansowych, finansowania rynku nieruchomości, inwestycji alternatywnych oraz procesów finansjalizacyjnych zachodzących w gospodarce. Jest autorem i recenzentem artykułów naukowych oraz uczestnikiem projektów naukowo-badawczych, w tym finansowanych ze środków NCN oraz RID. Jest też koordynatorem pierwszego w Polsce kierunku studiów, organizowanego przy współpracy z KNF i uprawniającego absolwentów do wpisu na listę doradców inwestycyjnych bez konieczności składania egzaminu.

Dr Andrzej Zyguła

– adiunkt w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. Absolwent Akademii Ekonomicznej w Krakowie. Jego zainteresowania naukowe obejmują problematykę rynków finansowych, zagadnienia dotyczące fuzji i przejęć przedsiębiorstw oraz teorię polityki dywidendy. Autor bądź współautor artykułów naukowych, referatów naukowych publikowanych w materiałach konferencyjnych oraz prac ekspercko-wdrożeniowych wykonanych na rzecz praktyki gospodarczej. Był również uczestnikiem licznych projektów badawczych z zakresu rynków finansowych, w tym finansowanych ze środków Narodowego Centrum Nauki.



O programie

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji WIB powstał w 2019 roku jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie analizy zjawisk, tworzenia opracowań i porządkowania wiedzy w obszarach cyberbezpieczeństwa i nowych technologii, a także szeroko rozumianego otoczenia sektora bankowego, kształtującego warunki działania banków w Polsce. Prace analityczno-badawcze w ramach programu realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania ich wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz kreowania wartości dla klientów bankowości. Pab wib kładzie duży nacisk na rozwój współpracy ze środowiskami akademickimi i eksperckimi, poszukując synergii w zakresie zainteresowań badawczych autorów oraz potrzeb rozwojowych sektora bankowego.

W ramach programu realizowane są analizy i badania w następujących obszarach:

-  **Nowe technologie i cyberbezpieczeństwo**
-  **Zdolność banków do finansowania gospodarki**
-  **Bankowość spółdzielcza**
-  **Rynek nieruchomości**
-  **Zielony ład i finansowanie energetyki odnawialnej**
-  **Finansowanie projektów innowacyjnych**

Więcej na temat działalności programu na stronie www.pab.wib.org.pl

Kontakt

dr Andrzej Banasiak
Koordynator Programu
m: 696 405 104
e: abanasiak@wib.org.pl

Jacek Gieorgica
m: 603 626 254
e: jgieorgica@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
00-394 Warszawa, ul. Solec 38, lok 104
t: (22) 182 31 70
e: pab@wib.org.pl

Agnieszka Nierodka
m: 607 484 391
e: anierodka@wib.org.pl

dr Tomasz Pawlonka
m: 505 917 778
e: tpawlonka@wib.org.pl



Spis treści

Streszczenie kierownicze	6
Wprowadzenie	9
Rozdział I Rola rynków i instytucji finansowych w finansowaniu	
rozwoju społeczno-gospodarczego Polski	12
1.1. Model systemu finansowego w Polsce.....	13
1.2. Poziom rozwoju systemu finansowego	14
1.3. Uwarunkowania rozwoju systemu finansowego w Polsce	17
1.3.1. Uwarunkowania makroekonomiczne	17
1.3.2. Problemy strukturalne	21
1.3.3. Uwarunkowania regulacyjno-nadzorcze.....	22
1.4. Wyzwania stojące przed gospodarką i sektorem finansowym	23
1.5. Rozwój systemu finansowego a aspekty społeczne.....	25
Rozdział II Poziom instytucjonalnego rozwoju rynków finansowych	
w Polsce na tle wybranych krajów wysoko rozwiniętych	27
2.1. Sektor bankowy.....	28
2.2. Sektor niebankowych instytucji finansowych	33
2.2.1. Fundusze inwestycyjne	33
2.2.2. Zakłady ubezpieczeń	36
2.2.3. Fundusze emerytalne	38
2.2.4. Pozostałe instytucje finansowe.....	40
2.2.4.1. Firmy leasingowe	40
2.2.4.2. Firmy faktoringowe.....	40
2.2.4.3. Private equity/venture capital.....	41
2.3. Instytucje obrotu instrumentami finansowymi.....	42



Rozdział III	Obszary rynków finansowych wymagające aktywizacji lub instytucjonalnego wzmocnienia	45
3.1.	Obszar finansowania rynku nieruchomości	46
3.1.1.	Podmioty typu REIT	46
3.1.2.	Hipoteczne listy zastawne.....	47
3.1.3.	Kredyty o stałym lub częściowo stałym oprocentowaniu.....	48
3.1.4.	Agencja rynku wtórnego kredytów hipotecznych	49
3.2.	Obszar finansowania inwestycji infrastrukturalnych	51
3.2.1.	Fundusze infrastrukturalne.....	51
3.2.2.	Publiczne listy zastawne.....	51
3.2.3.	Zielone obligacje.....	52
3.3.	Obszar alternatywnego finansowania z wykorzystaniem fintech	52
3.4.	Obszar sekurytyzacji	53
3.5.	Obszar zarządzania kredytami zagrożonymi (NPL)	54
Rozdział IV	Konsekwencje niedostatków w poziomie rozwoju struktury instytucjonalnej rynku finansowego w Polsce	56
Rozdział V	Wnioski i rekomendacje	59
5.1.	Potencjał źródeł finansowania a potrzeby gospodarki – przesłanki dla rekomendacji	60
5.2.	Rekomendacje ogólne	60
5.3.	Rekomendacje obszarowe	61



Streszczenie kierownicze

1. Polska należy do grupy krajów o średnim poziomie rozwoju systemu finansowego. W rankingu MFW zajmuje 40. miejsce spośród 184 krajów objętych cykliczną oceną za pomocą wskaźników Financial Development. Deficyty rozwojowe względem krajów wysoko rozwiniętych są widoczne zarówno w sferze instytucjonalnej, jak i instrumentalnej rynków finansowych.
2. Pomimo dynamicznego wzrostu gospodarczego w ostatnich latach nakłady inwestycyjne w Polsce w relacji do PKB należą do najniższych w UE. Inwestycje są niezbędne do utrzymania wysokiego tempa wzrostu PKB oraz konkurencyjności gospodarki.
3. W sektorze bankowym dominują depozyty krótkoterminowe. Mały udział depozytów terminowych wpływa negatywnie na terminowe dopasowanie pasywów i aktywów sektora bankowego i zagraża jego stabilności.
4. Sfinansowanie potrzeb rozwojowych gospodarki za pomocą długoterminowych instrumentów, np. kredytów hipotecznych, nie jest możliwe, jeżeli w strukturze pasywów banków dominują depozyty, głównie krótkoterminowe. Istnieje duża potrzeba finansowania aktywów za pośrednictwem długoterminowych pasywów i w tym przypadku naturalnym narzędziem powinna być emisja hipotecznych i publicznych listów zastawnych.
5. W niektórych krajach wysoko rozwiniętych, jak Hiszpania i Włochy, blisko połowa kredytów hipotecznych jest finansowana za pomocą listów zastawnych, z kolei we Francji czy Niemczech zbliża się do 20% kredytów hipotecznych. W Polsce udział ten nie przekracza 5%.
6. Emisja na szeroką skalę listów zastawnych, jako stabilnego finansowania długoterminowego tworzy warunki dla rozwoju rynku kredytów hipotecznych na stałą stopę procentową. W Hiszpanii i we Włoszech ponad połowa udzielonych kredytów hipotecznych rozliczana jest w oparciu o stałą stopę oprocentowania, zaś w Niemczech odsetek ten wynosi 88%.
7. Bez rozwoju rynku reemisji sektor bankowy może mieć problem z wypełnieniem wymogów wynikających z nowych regulacji w zakresie np. minimalnych funduszy własnych oraz długoterminowych niezabezpieczonych zobowiązań (MREL).
8. W ostatnich latach system finansowy, a w szczególności sektor bankowy, był konfrontowany ze stale zmieniającymi się uwarunkowaniami regulacyjnymi. Konsekwencją większości wprowadzanych zmian w tym zakresie był wzrost obciążeń i kosztów działalności instytucji finansowych.
9. Największym wyzwaniem, przed jakim stoi krajowy sektor finansowy, będzie zapewnienie finansowania realizowanym przez sektor publiczny i prywatny inwestycjom w zakresie transformacji energetycznej i przemian środowiskowych, modernizacji infrastruktury technicznej i transportowej – adekwatnym instrumentem pozwalającym na sfinansowanie potrzeb w tym zakresie powinny być publiczne listy zastawne.
10. Choć polski sektor bankowy stanowi główne źródło finansowania gospodarki, jego aktywa w relacji do PKB są stosunkowo niewielkie. Aktywa bankowe stanowiły w 2018 r. 93% PKB. W Niemczech, Hiszpanii i we Włoszech



- aktywa te stanowiły ponad dwukrotność PKB, a w Szwajcarii blisko pięciokrotność PKB.
11. W wyniku obciążeń o charakterze regulacyjnym oraz fiskalnym (w tym tzw. podatku bankowego) rentowność sektora bankowego mierzona wskaźnikiem ROE systematycznie się obniża i w 2019 r. osiągnęła poziom jedynie 6,6%.
 12. Rentowność netto sektora bankowego jest niższa niż koszt kapitału banków, co zagraża dalszemu stabilnemu rozwojowi sektora.
 13. Wartość zgromadzonych aktywów netto w funduszach inwestycyjnych w relacji do PKB w Polsce jest ponad czterokrotnie niższa niż we Włoszech czy Hiszpanii, i przeszło trzydziestokrotnie niższa niż w Niemczech.
 14. Naliczane w Polsce opłaty z tytułu zarządzania funduszami od lat należą do najwyższych w Europie, co prowadzi do silnej erozji wartości powierzonego przez inwestorów kapitału i zniechęca ich do tej formy alokacji oszczędności.
 15. Poziom rozwoju rynku ubezpieczeń w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych pozostaje niski. Wartość składek ubezpieczeniowych na jednego mieszkańca jest kilkakrotnie niższa niż w krajach rozwiniętych (w Polsce 366 EUR, w Hiszpanii 1357 EUR, w Szwajcarii aż 6015 EUR rocznie), a największe dysproporcje występują w segmencie ubezpieczeń na życie i ubezpieczeń chorobowych. Te ostatnie występują w Polsce w znikomym zakresie.
 16. Ocena rynku ubezpieczeń emerytalnych jest trudna, gdyż rynek ten znajduje się w procesie fundamentalnej przebudowy. Mimo przesunięcia części obligacyjnej OFE do FUS wartość środków zgromadzonych w funduszach emerytalnych w relacji do PKB w Polsce nie odbiega zasadniczo od poziomów w pozostałych krajach wysoko rozwiniętych. Przyjęte rozwiązania systemowe w zakresie PPK są szansą dla rozwoju segmentu niebankowych instytucji finansowych.
 17. Rynek usług leasingowych w Polsce wynosi blisko 7% PKB i pod tym względem jest relatywnie większy niż w krajach wysoko rozwiniętych (w Hiszpanii 2,86%, w Niemczech 4,22%). W odróżnieniu od krajów wysoko rozwiniętych w Polsce znacząco niższy jest udział nieruchomości jako przedmiotu leasingu.
 18. Istnieje wyraźna dysproporcja między Polską a pozostałymi krajami, zarówno pod względem wartości inwestycji funduszy PE/VC, których te fundusze dokonały, jak i liczby spółek portfelowych, które zostały objęte przez te fundusze. Największy rynek tego typu inwestycji jest we Francji, w której wartość tych inwestycji w relacji do PKB była ponad trzykrotnie większa niż w Polsce.
 19. Polska giełda papierów wartościowych w ostatnich latach istotnie odbiegała pod względem kapitalizacji, obrotów, jak i wartości IPO od rozwiniętych rynków finansowych, zarówno nominalnie, jak i w relacji do PKB.
 20. Dysproporcje w rozwoju instytucji obrotu są również widoczne w segmencie korporacyjnych papierów dłużnych. W Polsce rynek ten ma charakter marginalny, podczas gdy w krajach z grupy porównawczej wartość wyemitowanych instrumentów jest ponad dziesięciokrotnie większa.
 21. Zidentyfikowano potrzebę rozwoju instytucji oraz instrumentów finansujących rynek nieruchomości, takich jak: podmioty typu REIT, agencje sekurytyzacyjne, hipoteczne listy zastawne, kredyty hipoteczne na stałą stopę procentową.
 22. W wyniku przeprowadzonej analizy rekomendowano:
 - a. wzmocnienie sektora bankowego poprzez ograniczenie obciążeń regulacyjnych i fiskalnych,
 - b. wzmocnienie roli niebankowych instytucji finansowych oraz spółek inwestycyjnych, jako podmiotów finansujących przedsięwzięcia rozwojowe podmiotów ze sfery realnej,



- c. wzmocnienie roli giełdy, zarówno w obszarze instrumentów udziałowych, jak i dłużnych,
- d. wprowadzenie w Polsce modelu REIT w obszarze rynku nieruchomości i przypisanie specjalnego statusu fiskalnego spółkom akcyjnym notowanym na oficjalnym rynku giełdowym, przy równoczesnej likwidacji barier hamujących rozwój najmu instytucjonalnego, który w Polsce stanowi mniej niż 1% rynku najmu,
- e. upowszechnienie kredytów hipotecznych opartych na stałym lub częściowo stałym oprocentowaniu,
- f. stworzenie warunków i infrastruktury do znaczącego zwiększenia skali emisji hipotecznych i publicznych listów zastawnych, a także do wzrostu aktywności podmiotów sekurytyzacyjnych (Financial Vehicle Corporations) w duchu rozwiązań wdrażanych w innych krajach europejskich,
- g. modyfikację istniejącego modelu bankowości hipotecznej i przyjęcie rozwiązań ukierunkowanych albo na całkowite przeniesienie działalności związanej z udzielaniem kredytów hipotecznych z banków uniwersalnych do banków hipotecznych, albo na przyznanie prawa do emisji listów zastawnych także bankom uniwersalnym,
- h. utworzenie agencji sekurytyzacyjnej jako podmiotu publicznego, którego podstawowym zadaniem byłoby nabywanie odpowiedniej jakości wierzytelności hipotecznych od banków,
- i. wprowadzenie regulacji w zakresie przepisów podatkowych jasno określających sposób opodatkowania transakcji sekurytyzacji,
- j. powołanie podmiotu typu AMC, przy zaangażowaniu państwa, zarządzającego kredytami zagrożonymi.



Wprowadzenie

Jednym z podstawowych zadań, a zarazem i wyzwań, stojących przed władzami i instytucjami publicznymi jest tworzenie optymalnych warunków dla rozwoju krajowej gospodarki, w tym zapewnienie odpowiedniego, tj. odpowiadającego jej bieżącym i przyszłym potrzebom, oraz efektywnie funkcjonującego systemu finansowego. Kształtowanie jego pożądanej struktury jest procesem złożonym i ciągłym, który wymaga aktywnego współdziałania wszystkich interesariuszy. Historycznie ugruntowany dychotomiczny podział na model anglosaski (z dominującą rolą rynków finansowych) lub kontynentalny (z dominującą rolą instytucji bankowych) wyznacza wprawdzie pewne ramy dla rozwiązań instytucjonalnych oraz instrumentalnych na danym rynku, niemniej ze względu na postępującą globalizację i digitalizację gospodarki (w tym sektora finansowego) ulegać one powinny stosownym procesom dostosowawczym do nowych warunków.

W 2018 r. Polska została pierwszym krajem z Europy Centralnej zakwalifikowanym przez agencję FTSE Russel oraz Stoxx (Deutsche Börse) do grupy krajów rozwiniętych. Fakt ten należy jednak rozpatrywać bardziej w wymiarze technicznym (tj. z punktu widzenia segmentacji rynków i konstrukcji indeksów giełdowych) aniżeli jako faktyczne zakończenie procesu konwergencji polskiej gospodarki do poziomu gospodarek zachodnich. W wielu obszarach istnieją bowiem wciąż wyraźne przestrzenie wymagające dalszego usprawniania, aktywizacji czy reorganizacji. Jednym z nich jest system finansowy.

Biorąc pod uwagę poziom rozwoju systemu finansowego (w szczególności rynków i instytucji finansowych), Polska należy ciągle jeszcze jednak do krajów o średnim poziomie rozwoju, z wyraźną dysproporcją w poziomie rozwoju instytucji finansowych a poziomem rozwoju rynków finansowych. Fakt ten w sposób naturalny rodzi pytania o kierunek dalszego rozwoju poszczególnych segmentów systemu finansowego w Polsce oraz rozwiązania i narzędzia mogące znaleźć zastosowanie w procesie kształtowania ich pożądanej wielkości oraz struktury. Znaleźnienie odpowiedzi na te pytania jest głównym celem niniejszego raportu.

Jak wskazują liczne badania naukowe (King i Levine 1993; Rousseau i Wachtel 2011; Arcand, Berkes i Panizza 2012; Cecchetti i Kharroubi 2012; Langfield i Pagano 2015, Cournède i Denk 2015), wraz ze wzrostem poziomu rozwoju społeczno-gospodarczego

rośnie znaczenie rynków finansowych w finansowaniu gospodarki. Należy się zatem spodziewać, co znajduje również odzwierciedlenie w zapisach przyjętej w dniu 1 października 2019 r. przez Radę Ministrów Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego w Polsce, że w najbliższych latach relatywnie duży nacisk będzie położony na wzmocnienie roli rynku kapitałowego jako miejsca relatywnie łatwego dostępu do finansowania dla podmiotów ze sfery realnej. Fakt ten wynika również z przyjętych rozwiązań systemowych w zakresie konstrukcji systemu emerytalnego (program PPK), czy projektowanych rozwiązań z zakresu finansowania rynku nieruchomości opartych na koncepcji REIT. W związku z tym w strukturze podmiotowej sektora finansowego pojawiać się powinno coraz więcej przestrzeni dla aktywności biznesowej niebankowych instytucji finansowych (np. towarzystw funduszy inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych, alternatywnych spółek inwestycyjnych) jako komplementarnych do podmiotów bankowych.

Ewolucyjnym przemianom w sferze instytucjonalnej towarzyszyć powinno rozwinięcie i urozmaicenie wachlarza usług i produktów finansowych oraz zwiększenie dostępności tradycyjnych lub alternatywnych aktywów inwestycyjnych oferowanych klientom korporacyjnym oraz detalicznym. Kredyty hipoteczne na stałą stopę procentową, hipoteczne i publiczne listy zastawne, zielone obligacje, modele alternatywnego finansowania online – to tylko wybrane przykłady możliwych i pożądanych rozwiązań wartych upowszechnienia na polskim rynku finansowym. Dynamizacja rozwoju wielu z nich jest jednak uzależniona od wprowadzenia odpowiednich regulacji prawnych, ustanowienia zachęt fiskalnych, wdrażania innowacyjnych rozwiązań technicznych, a także od budowania zaufania do instytucji finansowych czy podnoszenia poziomu edukacji ekonomicznej społeczeństwa. Ważnym czynnikiem jest tu również, zwłaszcza w odniesieniu do klientów indywidualnych, promowanie kultury systematycznego i długoterminowego oszczędzania.

Wysoki i stabilny wzrost gospodarczy, wzrost dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych, a tym samym wzrost zamożności Polaków i ich skłonności do oszczędzania, powinien przyczynić się w kolejnych latach do dalszego rozwoju rynku finansowego w Polsce. Taka perspektywa stanowi niewątpliwie szansę rozwojową dla instytucji finansowych, zarówno bankowych, jak i niebankowych. Obserwując rozwój rynków finansowych w najbardziej rozwiniętych krajach



Unii Europejskiej, należy oczekiwać, że rozwój rynku finansowego w Polsce będzie odznaczał się inną dynamiką w różnych jego obszarach. W związku z tym struktura rynku, stopień rozwoju poszczególnych jego segmentów, z pewnością ulegnie zmianie.

Co ważne, zakres i tempo rozwoju rynków i instytucji finansowych powinny być dostosowane do zmian zachodzących w pozostałych sferach życia społeczno-gospodarczego, przyczyniając się do zrównoważonego rozwoju kraju. W szczególności nie powinny one prowadzić do powstawania długotrwałych nierównowag między sferą finansową a sferą realną ani też oddziaływać negatywnie na sferę społeczną (np. poprzez potęgowanie nierówności dochodowych lub majątkowych czy też wykluczenia finansowego).

Raport ten składa się z pięciu części. W pierwszej części omówiono poziom rozwoju polskiego systemu finansowego na tle krajów rozwiniętych, z uwzględnieniem uwarunkowań makroekonomicznych i regulacyjno-nadzorczych. W części drugiej poszczególne segmenty rynku finansowego w Polsce zostały skonfrontowane z ich odpowiednikami w zdefiniowanej grupie porównawczej w celu identyfikacji różnic w strukturze instytucjonalnej. Obszary wymagające aktywizacji lub instytucjonalnego wzmocnienia, z uwzględnieniem instrumentów finansowych niedostępnych (lub o ograniczonej dostępności) na rynku polskim, zostały scharakteryzowane w części trzeciej. Część czwarta poświęcona jest określeniu konsekwencji występowania potencjalnego niedostatku w strukturze instytucjonalnej polskiego rynku finansowego. Ostatnią, piątą część, stanowią rekomendacje.



Rola rynków i instytucji finansowych w finansowaniu rozwoju społeczno-gospodarczego Polski





1.1. Model systemu finansowego w Polsce

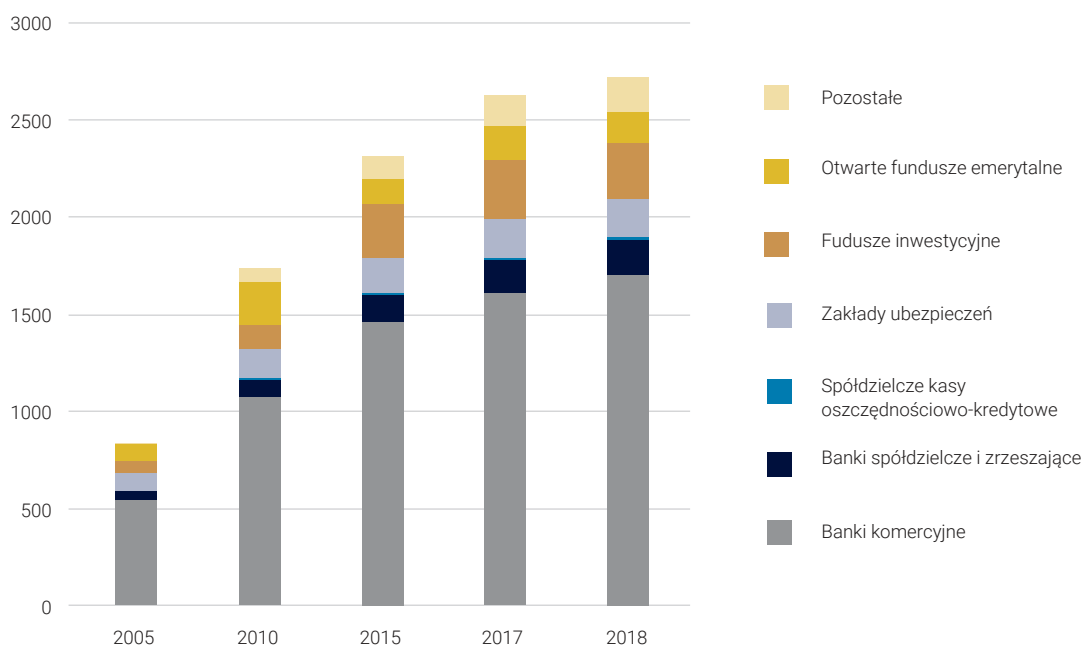
Od początku procesu transformacji systemowej w Polsce uważano, że instytucje i rynki finansowe powinny stanowić kluczowe ogniwo systemu gospodarczego, zapewniające stabilne źródła finansowania działalności bieżącej i inwestycyjnej podmiotów ze sfery publicznej oraz prywatnej (w tym klientów korporacyjnych i indywidualnych). W trakcie prawie trzydziestu lat transformacji ukształtowany został model systemu finansowego charakteryzujący się nadal większą rolą instytucji bankowych w porównaniu do rynków finansowych w finansowaniu gospodarki, co jest zasadniczo zjawiskiem typowym dla gospodarek rozwijających się.

Aktywa finansowe instytucji finansowych powiększyły się w okresie 2005–2018 ponad trzykrotnie, osiągając w 2018 r. 2,7 bln PLN (rys. 1.1.). Największy w nich udział posiadają instytucje bankowe (około 70%), z czego na banki komercyjne przypada niemal 63%, a na banki spółdzielcze i zrzeszające blisko 7% ogółu aktywów finansowych. Systematycznie wzrasta też udział aktywów finansowych w dyspozycji funduszy inwestycyjnych, który oscyluje wokół 11%, wynosząc w 2018 r. 293,4 mld PLN. Na uwagę zasługuje również relatywnie

szybki wzrost wartości aktywów finansowych w grupie pozostałych instytucji finansowych, których wartość osiągnęła w 2018 r. poziom 183,7 mld PLN, co stanowi blisko 7% ogółu aktywów finansowych. Z tej kwoty blisko 141 mld PLN stanowią aktywa firm leasingowych, pozostała zaś część przypada łącznie na biura maklerskie, firmy faktoringowe i pożyczkowe.

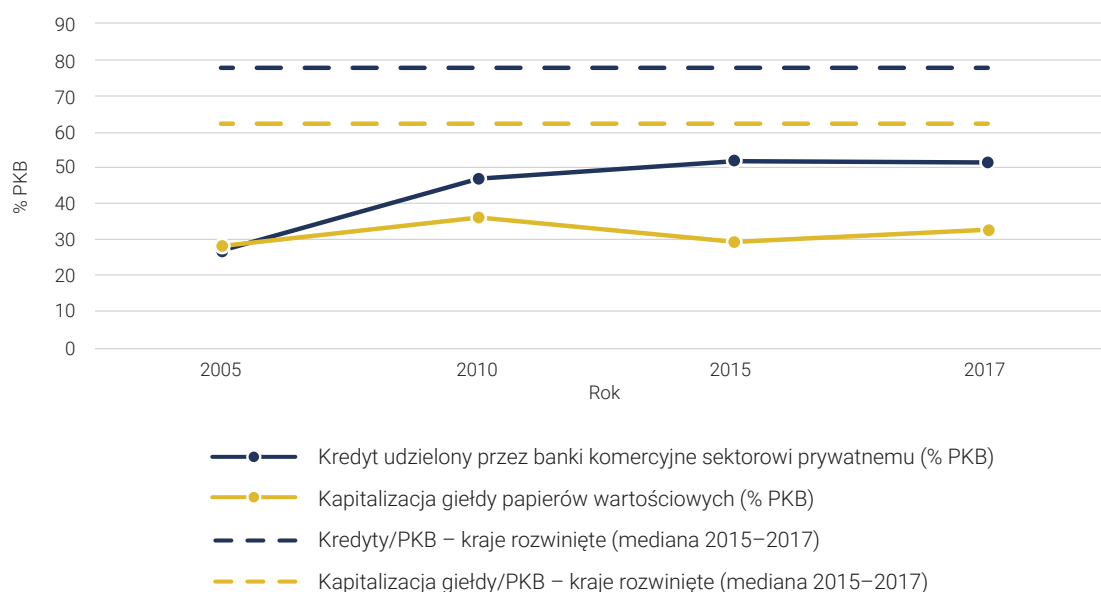
Należy się spodziewać, że w związku z wdrażaną od 2019 r. reformą emerytalną i planowaną likwidacją otwartych funduszy emerytalnych, w kolejnych latach nastąpią dalsze zmiany w strukturze aktywów finansowych, będących w dyspozycji nie-bankowych instytucji finansowych, w tym głównie towarzystw funduszy inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeń, zarządzających funduszami zdefiniowanej daty w ramach systemu pracowniczych planów kapitałowych (PPK). Według danych Polskiego Funduszu Rozwoju, na koniec stycznia 2020 r. wartość aktywów zgromadzonych w PPK wyniosła 275,3 mln PLN, a jego estymowana wartość na koniec 2020 r. ma wynieść ok. 3 mld PLN (PFR 2020).

Dominująca rola instytucji bankowych w finansowaniu gospodarki jest szczególnie widoczna, gdy przedmiotem porównania jest wartość kredytów udzielanych przez banki komercyjne sektorowi prywatnemu



Rys. 1.1. Aktywa finansowe instytucji finansowych w Polsce (mln PLN)

Źródło: Narodowy Bank Polski



Rys. 1.2. Udział banków i giełdy w finansowaniu sektora prywatnego

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

oraz kapitalizacja giełdy papierów wartościowych w relacji do PKB (rys. 1.2.). W pierwszym przypadku w latach 2005–2017 odsetek finansowania przedsiębiorstw prywatnych i gospodarstw domowych z kredytów bankowych wzrósł wyraźnie z 28% do 52% PKB. Nadal jednak jest znacząco niższy od mediany dla krajów rozwiniętych (według klasyfikacji Banku Światowego), która w latach 2015–2017 wynosiła średnio 78% PKB. Znacznie wolniej rozwijał się rynek giełdowy. Na koniec 2017 r. kapitalizacja krajowych spółek giełdowych stanowiła tylko około 33% PKB, co w porównaniu do stanu z 2005 r. pokazuje wzrost zaledwie o około 15 punktów procentowych. Poziom tego wskaźnika odbiega także wyraźnie od mediany dla krajów rozwiniętych, która w latach 2015–2017 kształtowała się średnio na poziomie 62% PKB.

Należy w tym miejscu podkreślić, że o skuteczności finansowania rozwoju danej gospodarki nie przesądza wprost przyjęty model systemu finansowego (oparty na bankach lub rynkach finansowych) ani też względna lub bezwzględna wartość aktywów finansowych będących w dyspozycji poszczególnych typów instytucji finansowych. Równie ważna jest dostępność poszczególnych sfer systemu finansowego (instytucjonalnej i rynkowej) dla klientów detalicznych oraz instytucjonalnych (krajowych i zagranicznych), a także efektywność ich funkcjonowania. Są one z kolei pochodną zarówno uwarunkowań makroekonomicznych, w których dany system finansowy funkcjonuje,

jak i regulacyjno-nadzorczych, determinujących granice jego funkcjonowania. Zagadnienia te są przedmiotem analizy w dalszej części raportu.

1.2. Poziom rozwoju systemu finansowego

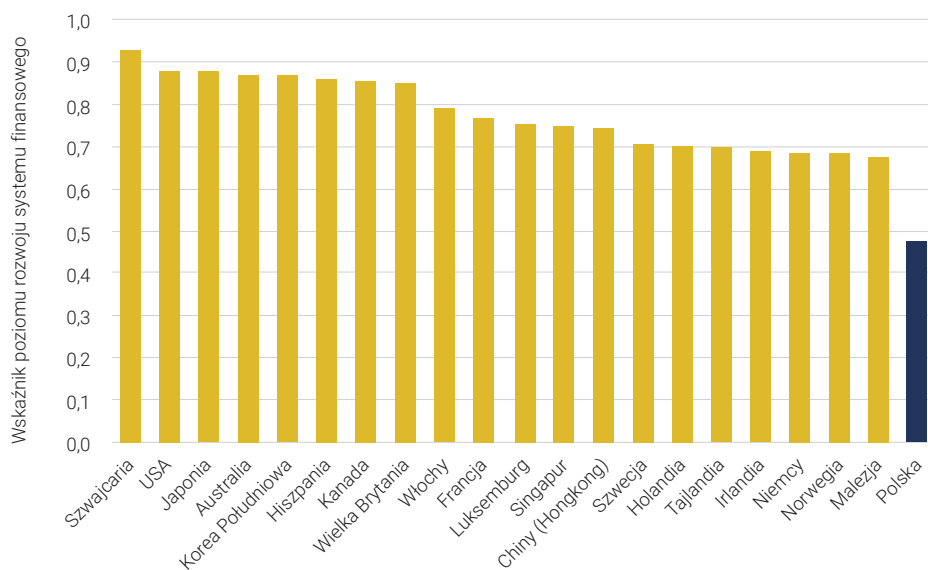
Poziom rozwoju systemu finansowego poszczególnych krajów, w tym rynków i instytucji finansowych, jest znacznie zróżnicowany w skali globalnej. W rzeczywistości jest on ściśle powiązany z poziomem rozwoju społeczno-gospodarczego danego kraju, stąd według danych MFW (2017) wśród 20 krajów o najlepiej rozwiniętych systemach finansowych (mierzonych wskaźnikiem Financial Development – FD, w skali od 0 – najniżej do 1 – najwyżej) dominują głównie, poza Tajlandią i Malezją, kraje wysoko rozwinięte (rys. 1.3.). Do liderów tej klasyfikacji należy Szwajcaria, dla której poziom wskaźnika FD wynosił 0,93, a kolejne miejsca zajmują USA (0,88) oraz Japonia (0,88). Spośród krajów Unii Europejskiej najlepiej rozwinięte systemy finansowe w rozumieniu MFW posiadają Hiszpania (0,86), Włochy (0,79) i Francja (0,77). Z kolei Polska, dla której wskaźnik ten wynosił 0,48, należy do grupy krajów o średnim poziomie rozwoju systemu finansowego, zajmując odpowiednio 40. miejsce spośród 184 krajów i terytoriów zależnych objętych analizą



MFW, 24. pozycję w grupie 41 krajów europejskich oraz 17. miejsce wśród krajów EU-27.

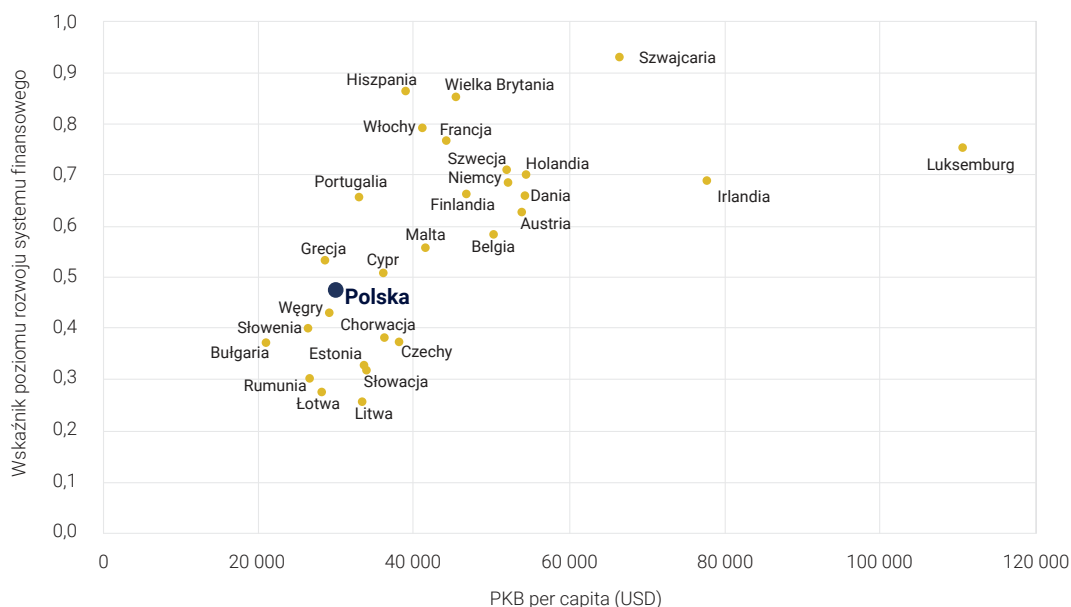
Pozycję Polski pod względem poziomu rozwoju systemu finansowego można uszczegółowić na tle krajów europejskich (EU-27 plus Szwajcaria i Wielka

Brytania), uwzględniając dodatkowo poziom rozwoju poszczególnych gospodarek mierzony wartością PKB na jednego mieszkańca (w USD, według siły nabywczej). Dane zaprezentowane na rys. 1.4. potwierdzają ścisłą zależność między poziomem rozwoju gospodarczego danego kraju a poziomem rozwoju jego systemu finansowego.



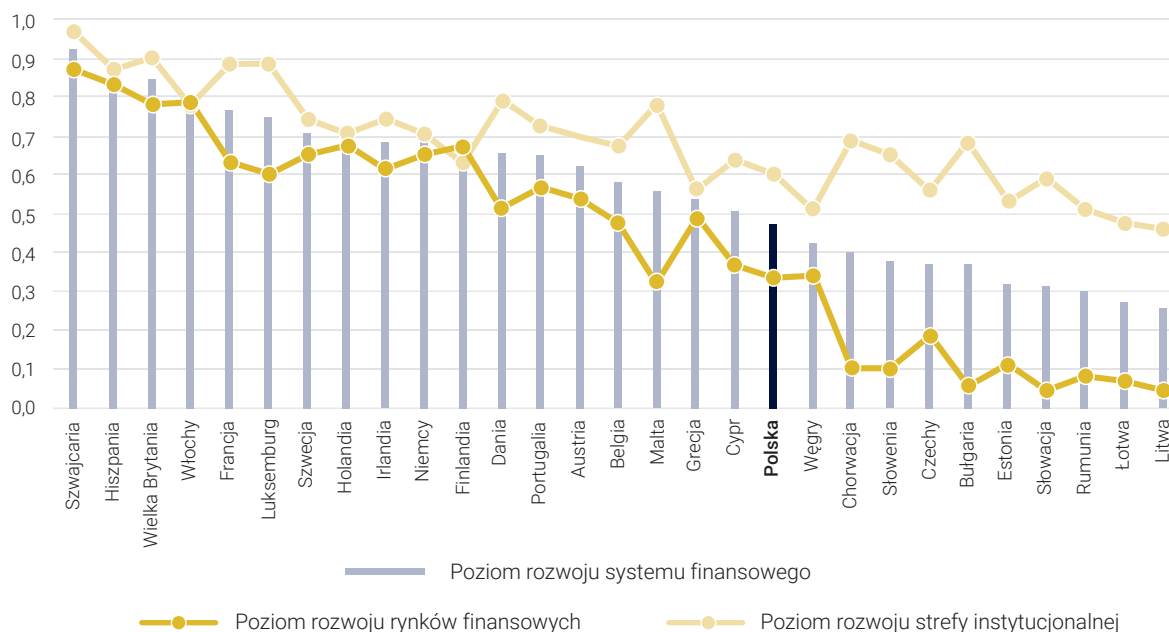
Rys. 1.3. Polska na tle top-20 krajów o największym poziomie rozwoju systemu finansowego według stanu na 2017 r. (w skali od 0 – najniżej do 1 – najwyżej)

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy



Rys. 1.4. Poziom rozwoju systemu finansowego a poziom rozwoju gospodarczego (według stanu na 2017 r.)

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, OECD



Rys. 1.5. Poziom rozwoju sfery instytucjonalnej i rynków finansowych w krajach EU-27 oraz Szwajcarii i Wielkiej Brytanii według stanu na 2017 r. (w skali od 0 – najniższej do 1 – najwyższej)

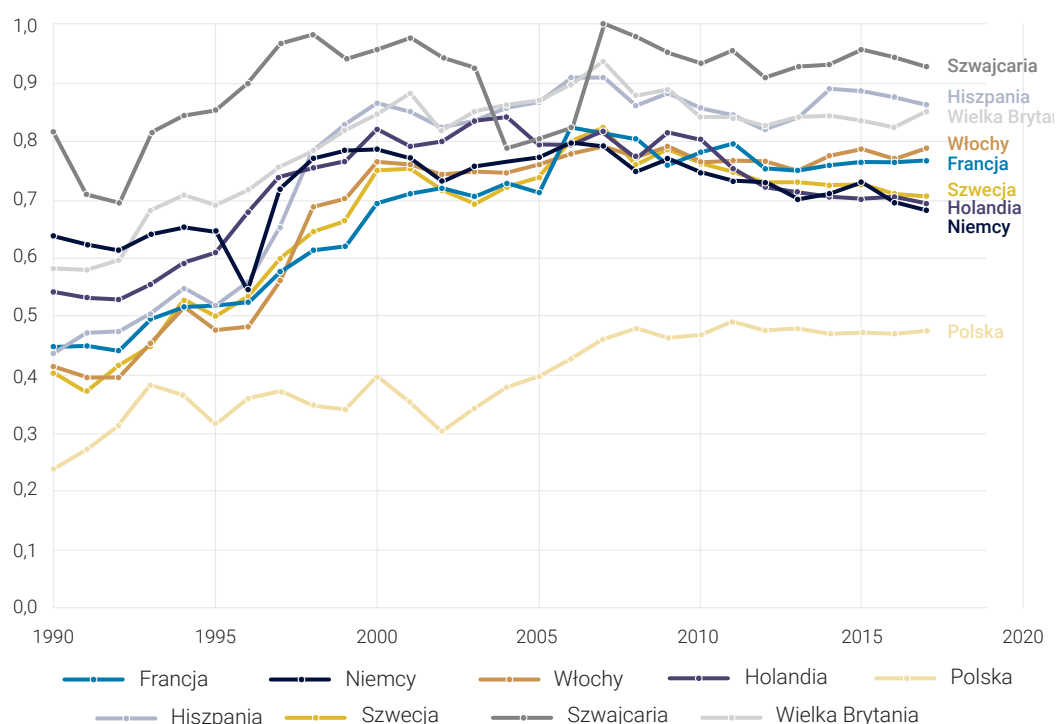
Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

W praktyce poziom rozwoju systemu finansowego jest pochodną rozwoju dwóch jego podstawowych filarów, tj. sfery instytucjonalnej oraz rynków finansowych. Przyjmując za MFW, że sferę instytucjonalną tworzą banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne i emerytalne, a rynki finansowe obejmują rynki akcji, rynki obligacji i rynki instrumentów pochodnych, można wskazać główne czynniki odpowiedzialne za istniejące dysproporcje w poziomie rozwoju systemów finansowych poszczególnych krajów. Rys. 1.5. ilustruje generalną prawidłowość, że kraje wysoko rozwinięte cechują się relatywnie wysokim poziomem rozwoju zarówno sfery instytucjonalnej, jak i rynków finansowych. Oba te obszary mają bowiem istotne znaczenie w zapewnianiu odpowiedniego finansowania dla sfery realnej gospodarki, a tym samym tworzą spójny ekosystem umożliwiający utrzymanie wysokiego poziomu rozwoju społeczno-gospodarczego. Na tym tle kraje słabiej rozwinięte, jak Polska, wykazują deficyty rozwojowe w obu tych obszarach, w szczególności zaś wyraźny niedorozwój po stronie rynków finansowych w stosunku do sfery instytucjonalnej.

Co ważne, poziom rozwoju systemu finansowego ewoluuje w czasie w zależności od zmiany warunków ekonomicznych i parametrów danej gospodarki (m.in. wielkości PKB, kapitalizacji rynkowej spółek giełdowych czy wielkości zadłużenia podmiotów

finansowych, niefinansowych i instytucji sektora publicznego). W trakcie blisko trzech dekad (1990–2017) zmienił się on wyraźnie we wszystkich krajach EU-27 oraz w Szwajcarii i Wielkiej Brytanii. Spośród dużych gospodarek, największy przyrost w tym zakresie w stosunku do poziomu z 1990 r. odnotowały: Hiszpania, Włochy, Szwecja i Francja (rys. 1.6.). Wprawdzie Polska osiągnęła w tym samym okresie równie wysokie tempo rozwoju systemu finansowego, poprawiając wskaźnik FD niemal dwukrotnie, niemniej nadal jego poziom jest wyraźnie niższy niż w krajach rozwiniętych, a luka rozwojowa względem wielu z tych krajów de facto się pogłębia. Przyjmując średnie tempo rozwoju z okresu 27 lat, można szacować, że proces konwergencji systemu finansowego Polski z systemami krajów wysoko rozwiniętych zakończy się najwcześniej za około 30–40 lat.

Choć syntetyczny wskaźnik FD jest użyteczną miarą klasyfikacji krajów pod względem poziomu rozwoju systemu finansowego, to w formie zagregowanej nie ujawnia on jednak źródeł ani obszarów istniejących deficytów. Tym samym, w celu ich identyfikacji, niezbędna jest jego dezagregacja na komponenty składowe. Ocena podobszarów polskiego systemu finansowego, wymagających usprawnienia lub wzmocnienia, będzie prowadzona w rozdziale trzecim, a punktem odniesienia będą kraje z grupy



Rys. 1.6. Rozwój systemu finansowego (FD) w wybranych krajach europejskich o relatywnie dużych gospodarkach w latach 1990–2017

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

porównawczej, w skład której wchodzi: Szwajcaria, Niemcy, Francja, Hiszpania oraz Włochy. Kraje te, poza relatywnie wysokim poziomem rozwoju rynku finansowego, należą również do państw najbardziej rozwiniętych pod względem ekonomicznym. Ich gospodarki należą do jednych z najbardziej konkurencyjnych i innowacyjnych na świecie. W związku z tym mogą stanowić dobry punkt odniesienia do oceny gospodarki Polski i kierunków jej dalszego rozwoju.

1.3. Uwarunkowania rozwoju systemu finansowego w Polsce

Możliwości rozwojowe systemu finansowego w Polsce są uwarunkowane szeregiem czynników o charakterze makroekonomicznym, strukturalnym i regulacyjno-nadzorczym.

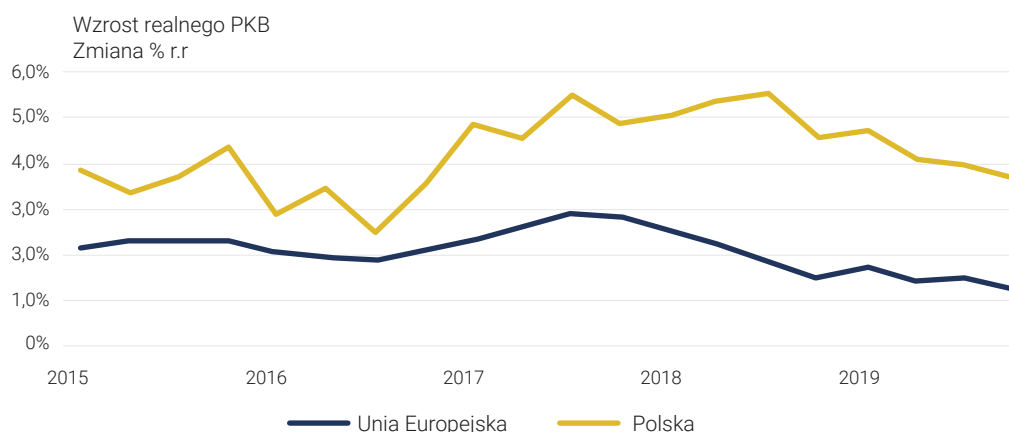
1.3.1. Uwarunkowania makroekonomiczne

W ostatnich latach gospodarka Polski rozwijała się dynamicznie. Wzrost gospodarczy w latach 2015–

2019, mierzony poziomem realnego PKB, był ponad dwukrotnie wyższy niż wzrost gospodarczy całej Unii Europejskiej w tym samym okresie. Dynamika wzrostu utrzymywała się na wysokim poziomie dzięki konsumpcji prywatnej oraz wysokiej dynamice eksportu w odpowiedzi na rosnący popyt zewnętrzny. Średnioroczny wzrost realnego PKB w Polsce w latach 2015–2019 wyniósł 4,3%, zaś w całej Unii minimalnie przekroczył 2,0%. Pod względem tempa wzrostu PKB Polska zajmowała szóste miejsce wśród wszystkich krajów członkowskich UE oraz pierwsze wśród największych gospodarek Wspólnoty.

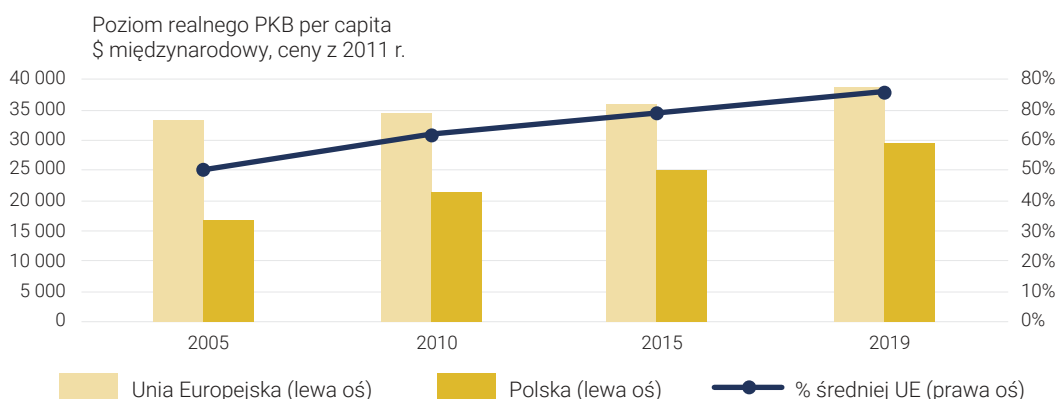
Ponadprzeciętna dynamika wzrostu gospodarczego prowadziła do znacznego skrócenia dystansu pomiędzy poziomem PKB w przeliczeniu na mieszkańca. O ile w momencie przystąpienia do Unii Europejskiej PKB Polski per capita, według parytetu siły nabywczej, stanowił 51% średniej UE, to w kolejnych latach wskaźnik ten ulegał stałej poprawie. W 2019 r. wyniósł on już 71% średniej UE.

Wraz ze wzrostem gospodarczym rosła również produktywność, zaś bezrobocie, z jednego z najwyższych w momencie akcesji do UE, spadło nie tylko po-



Rys. 1.7. Wzrost gospodarczy w Polsce na tle Unii Europejskiej

Źródło: Eurostat



Rys. 1.8. Poziom realnego PKB per capita w Polsce na tle Unii Europejskiej

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

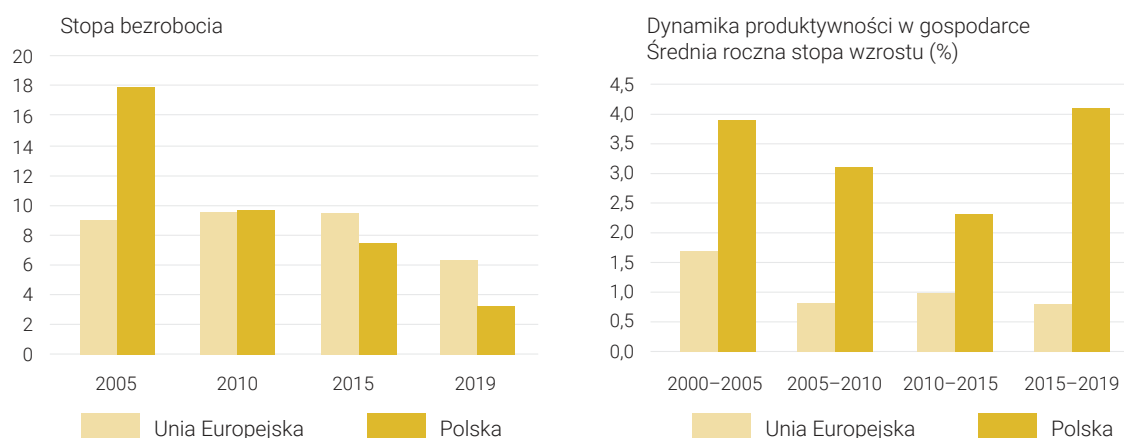
niżej średniej UE, ale należy obecnie do jednego z najniższych w całej Wspólnocie. Poziom bezrobocia jest niższy jedynie w Niemczech i Republice Czeskiej. Szybkie ograniczenie bezrobocia w Polsce wpłynęło również na dynamikę wynagrodzeń, która zdecydowanie przekraczała dynamikę krajów UE.

W latach 2015–2018, w związku z rosnącymi napięciami na rynku pracy, charakteryzującymi się brakiem dostępnej siły roboczej w wielu sektorach gospodarki, wynagrodzenia ogółem w Polsce rosły w tempie 7,6% rocznie, zaś w całej UE wzrost ten nie przekroczył 3% rocznie.

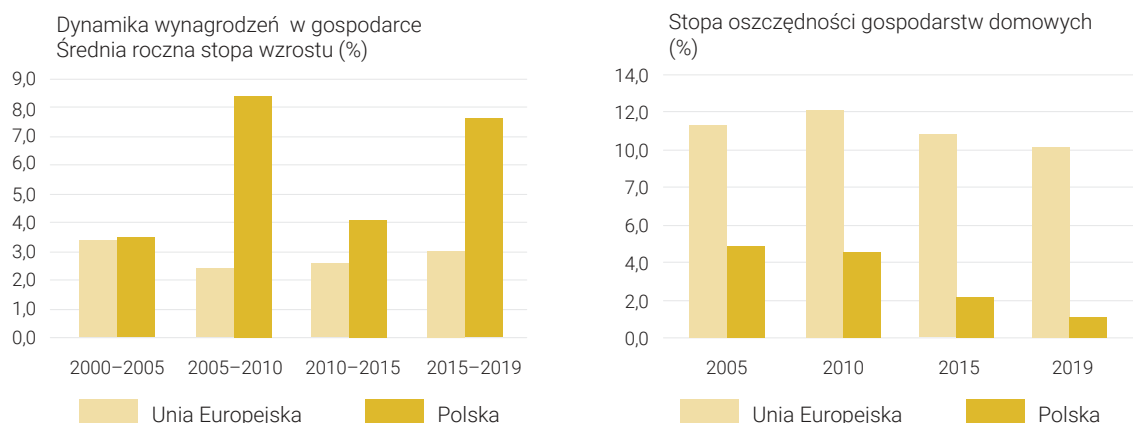
su, oszczędności gospodarstw domowych nadal pozostawały na relatywnie niskim poziomie. Stopa oszczędności w Polsce, definiowana jako oszczędności w stosunku do dochodu rozporządzalnego, nie przekraczała 4% w ostatnich latach, a w roku 2018 wyniosła niewiele ponad 1%. W tym samym okresie stopa oszczędności gospodarstw domowych UE oscylowała wokół 10%. Całkowity poziom oszczędności w gospodarce, zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw w relacji do PKB również pozostawał poniżej średniej UE i w latach 2018–2019 nieznacznie przekroczył 20%, podczas gdy w całej Unii Europejskiej wyniósł w tym czasie ponad 23% PKB.

Statystyki Banku Światowego potwierdzają nadal małą skłonność Polaków do oszczędzania. Jedynie co trzecie gospodarstwo domowe lokuje swo-

Pomimo dynamicznego wzrostu wynagrodzeń, zwłaszcza w ostatnich latach analizowanego okre-

**Rys. 1.9.** Stopa bezrobocia oraz produktywność

Źródło: Eurostat

**Rys. 1.10.** Dynamika wynagrodzeń oraz stopa oszczędności

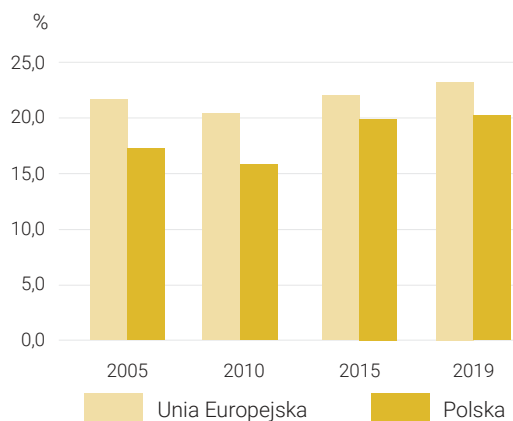
Źródło: Eurostat

je oszczędności w instytucji finansowej, podczas gdy w krajach UE o wyższym poziomie dochodu (m.in. Niemczech, Francji, Włoszech czy Hiszpanii) połowa gospodarstw odkłada oszczędności w instytucjach finansowych. Warto jednak zauważyć, że na początku obecnej dekady jedynie co szóste gospodarstwo lokowało swoje oszczędności w instytucjach finansowych. W 2018 r. wartość depozytów gospodarstw domowych w Polsce w relacji do PKB przekroczyła 70%, podczas gdy w wymienionych krajach oscylowała między 90 a 130%.

Niski poziom oszczędności, niezależnie od formy ich lokowania, może w przyszłości stanowić istotną barierę rozwojową dla gospodarki. Pomimo dynamicznego wzrostu gospodarczego nakłady inwestycyjne w Polsce, w relacji do PKB, należą do najniższych

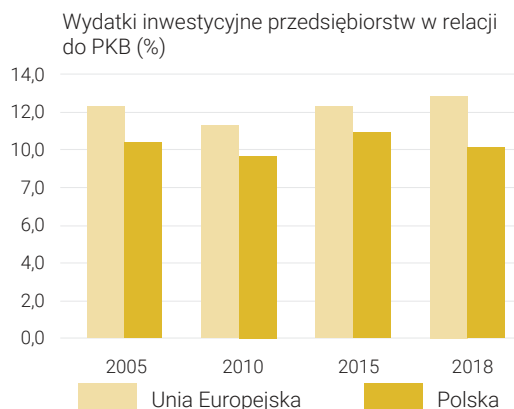
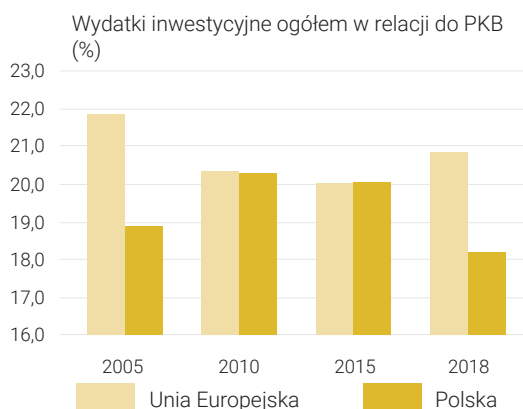
w UE. W latach 2007–2015 udział inwestycji ogółem w PKB w Polsce kształtował się na poziomie średniej UE i oscylował między 19 a 23%. Jednak w kolejnych latach udział ten spadł do około 18% i był o 2–3 punkty procentowe niższy od średniej dla krajów członkowskich Wspólnoty. Za spadek w największym stopniu odpowiadał sektor przedsiębiorstw – udział inwestycji przedsiębiorstw w PKB należał do najniższych w UE. Gdyby nie wysokie nakłady inwestycyjne sektora publicznego, relacja byłaby znacznie niższa. Podniesienie udziału nakładów na inwestycje przedsiębiorstw w PKB do przeciętnego poziomu w Unii Europejskiej wymagałoby wzrostu wydatków w tym zakresie o ponad 60 mld PLN rocznie.

Analizując inwestycje, należy zwrócić uwagę na niepokojąco niski poziom nakładów na badania i rozwój



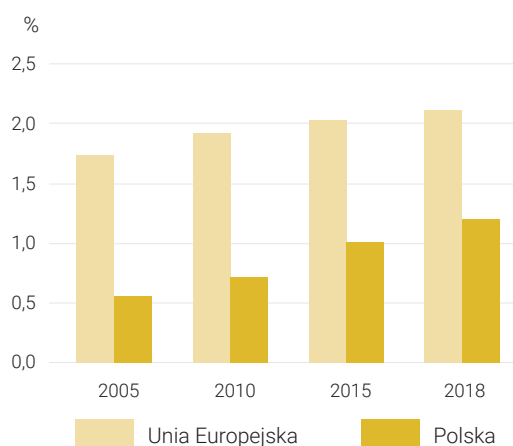
Rys. 1.11. Relacja oszczędności do PKB

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy



Rys. 1.12. Wydatki inwestycyjne w relacji do PKB

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy



Rys. 1.13. Wydatki na badania i rozwój w relacji do PKB

Źródło: Eurostat

(R&D) w relacji do PKB. Chociaż kraje UE nie są światowym liderem w zakresie inwestycji w badania i rozwój, to w Polsce ta relacja jest jeszcze znacznie niższa niż średnia unijna. Inwestycje w R&D w Unii Europejskiej

nieznacznie przekraczały 2% PKB w ostatnich latach, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych wskaźnik ten wynosił ok. 3%, w Japonii przekraczał 3%, a w Korei Południowej stanowił 4,5% PKB. W Polsce w ostatnich la-

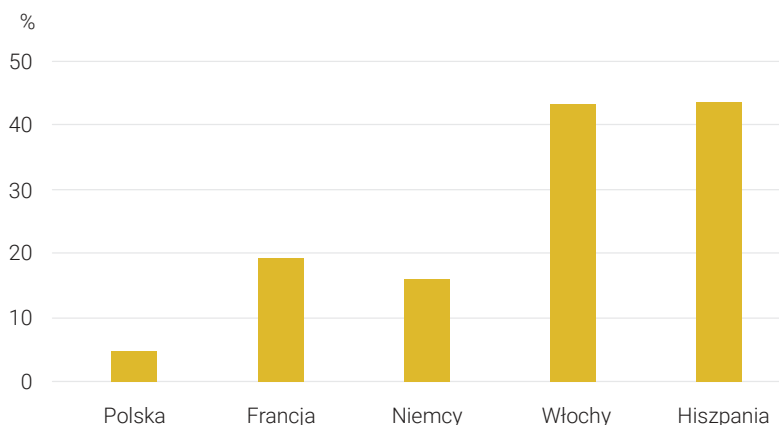


tach rosły nakłady na badania i rozwój, jednak w relacji do PKB stanowiły one niewiele ponad 1%.

Inwestycje są niezbędne do utrzymania wysokiego tempa wzrostu PKB oraz konkurencyjności gospodarki. Wyższe wydatki na badania i rozwój umożliwiają zwiększenie innowacyjności gospodarki. Luka rozwojowa w tej sferze jest widoczna i stanowi istotne ryzyko dla wzrostu gospodarczego w Polsce w przyszłości. Zwiększenie wydatków na badania i rozwój co najmniej do przeciętnego poziomu w Unii Europejskiej wymagałoby wzrostu nakładów o około 20 mld PLN rocznie. Wzrost wydatków w tym zakresie do poziomu unijnych liderów, a więc Szwecji, Austrii i Niemiec, wymagałoby nakładów o około 40 mld PLN wyższych w stosunku do ponoszonych obecnie. Sektor finansowy będzie niezbędny w procesie zwiększania finansowania projektów inwestycyjnych, a w szczególności w finansowaniu wydatków na badania i rozwój.

1.3.2. Problemy strukturalne

Jednym z najpoważniejszych problemów strukturalnych polskiego sektora finansowego, a w szczególności bankowego, jest niski udział w pasywach długookresowych źródeł finansowania. Problemem polskiej gospodarki jest nie tylko relatywnie niski poziom oszczędności, ale też sposób, w jaki te oszczędności są lokowane. W sektorze bankowym w ramach depozytów sektora niefinansowego dominują depozyty krótkoterminowe, a lokaty z dłuższym terminem zapadalności, powyżej dwóch lat, stanowią zaledwie 2% ogółu depozytów. W wielu krajach wysoko rozwiniętych odsetek ten jest istotnie wyższy. W Niemczech depozyty terminowe stanowią 11%, a we Francji udział ich udział sięga 29% ogółu depozytów. Jednocześnie wraz ze wzrostem bazy depozytów w Polsce w ostatnich latach nie widać, aby ta sytuacja ulegała istotnym zmianom. Wręcz przeciwnie, obserwowana jest tendencja silnego wzrostu depozytów bieżących przy niskiej dynamice wzrostu depozytów terminowych. Bez wątpienia jedną z głównych przyczyn takiego stanu rzeczy są niskie stopy procentowe. Mały udział depozytów terminowych wpływa negatywnie na terminowe dopasowanie pasywów i aktywów sektora bankowego. Po stronie aktywów kredyty długoterminowe dla sektora niefinansowego stanowią większość udzielonych kredytów i w tym zakresie struktura terminowa nie różni się zasadniczo od wysoko rozwiniętych krajów UE. Po stronie pasywów sytuacja jest jednak mniej korzystna. W polskim sektorze bankowym istnieje wielka potrzeba finansowania aktywów za pomocą długoterminowych pasywów i w tym przypadku naturalnym narzędziem powinna być emisja listów zastawnych. Tymczasem wartość emisji listów zastawnych pozostaje na niskim poziomie względem innych krajów wysoko rozwiniętych. W Unii Europejskiej 26% kredytów hipotecznych jest finansowanych za pomocą listów zastawnych. W niektórych krajach wysoko rozwiniętych, jak Hiszpania i Włochy, blisko połowa kredytów hipotecznych jest finansowana za pomocą listów zastawnych, a we Francji czy w Niemczech zbliża się do 20% wartości kredytów hipotecznych. W Polsce udział ten nie przekracza 5%.



Rys. 1.14. Relacja hipotecznych listów zastawnych do łącznej wartości kredytów hipotecznych w 2018 r.

Źródło: European Mortgage Federation

potecznych o stałej stopie procentowej. Rynek kredytów hipotecznych w Polsce bardzo intensywnie się rozwijał w drugiej połowie poprzedniej dekady, jednak od 2010 r. wartość tych kredytów w relacji do PKB ustabilizowała się na poziomie około 20%. W przypadku pozostałych krajów UE wartość kredytów hipotecznych w relacji do PKB oscylowała w tym samym czasie w granicach 40–50% PKB i w 2018 r. wyniosła 46%. Nadrobienie dystansu w tym zakresie i osiągnięcie przeciętnego poziomu Unii Europejskiej wymagałoby wzrostu kredytów hipotecznych o ponad 600 mld PLN. W związku z tym sfinansowanie rozwoju rynku kredytów hipotecznych nie jest możliwe przy udziale depozytów jako dominującej formy finansowania. Dodatkowo emisja na szeroką skalę listów zastawnych, jako stabilnego finansowania długoterminowego, tworzy warunki dla rozwoju rynku kredytów hipotecznych o stałej stopie procentowej. Warto zauważyć, że kredyty hipoteczne o zmiennym oprocentowaniu stanowią w Polsce niemal 100% wszystkich udzielonych kredytów hipotecznych. W Hiszpanii i we Włoszech ponad połowa udzielonych kredytów hipotecznych rozliczana jest w oparciu o stałą stopę oprocentowania, zaś w Niemczech odsetek ten wynosi 88%.

Istotnym problemem krajowego sektora finansowego jest słabo rozwinięty rynek sekurytyzacji aktywów. Brak transakcji tego typu w dużej mierze wynika ze skomplikowanego i niejasnego prawa, m. in. w zakresie ksiąg wieczystych, jak również interpretacji przepisów podatkowych. Brak przepisów regulujących sposób opodatkowania transakcji sekurytyzacyjnych zmusza banki rozważające takie transakcje do wystąpienia o indywidualną interpretację podatkową. Wydłuża to cały proces zawierania transakcji, zwiększa jego koszty, a w konsekwencji ogranicza rozwój tego rynku. Warto w tym kontekście zwrócić uwagę na przykład Niemiec i Irlandii, gdzie wprowadzenie przepisów regulujących transakcje sekurytyzacyjne umożliwiło silny rozwój obu rynków.

Słabo rozwinięty rynek reemisji instrumentów i niski wolumen transakcji sprawia, że aktywność, na przykład inwestorów zagranicznych, jest stosunkowo mała. Jest to o tyle ważny segment, że bez rozwoju rynku reemisji sektor bankowy może mieć problem ze spełnieniem wymagań wynikających z nowych regulacji w zakresie np. minimalnych funduszy własnych oraz długoterminowych niezabezpieczonych zobowiązań (MREL). Według niektórych szacunków potrzeby banków w tym zakresie mogą wynosić od 60 do 100 mld PLN.

1.3.3. Uwarunkowania regulacyjno-nadzorcze

W ostatnich latach system finansowy, a w szczególności sektor bankowy, był konfrontowany ze stale zmieniającymi się uwarunkowaniami regulacyjnymi. Źródła tych zmian miały zarówno charakter lokalny, w wyniku zmieniającego się ustawodawstwa krajowego, jak również były konsekwencją implementacji dyrektyw Unii Europejskiej do prawa polskiego. Konsekwencją większości wprowadzanych zmian w tym zakresie było między innymi bezpośrednio dodatkowe opodatkowanie instytucji finansowych lub pośrednio wzrost kosztów prowadzonych przez nie działalności.

W roku 2016 została uchwalona ustawa o podatku od niektórych instytucji finansowych, wprowadzająca tzw. podatek bankowy. Instytucje finansowe, takie jak banki, instytucje kredytowe, instytucje pożyczkowe, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, zakłady ubezpieczeń czy zakłady reasekuracyjne zobowiązane są odprowadzać co miesiąc podatek uzależniony od wartości posiadanych aktywów. Szacuje się, że w latach 2016–2019 wydatki sektora z tytułu tzw. podatku bankowego wyniosły łącznie ok. 17 mld PLN.

W konsekwencji wprowadzenia do prawa polskiego dyrektywy o przymusowej restrukturyzacji (BRRD) oraz dyrektywy o systemach gwarantowania depozytów (DGSD) w roku 2016 została uchwalona ustawa o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji. Ustawa wprowadza wymóg posiadania przez instytucje sektora bankowego wewnętrznego źródła finansowania w przypadku przymusowej restrukturyzacji w formie minimalnych funduszy własnych oraz długoterminowych niezabezpieczonych zobowiązań (MREL).

Kolejną regulacją wprowadzoną w tym samym roku była ustawa o usługach płatniczych, która przewiduje możliwość zakładania rachunków bankowych przez klientów bez opłat, tzw. podstawowych rachunków płatniczych. Rachunek musi umożliwiać darmową wypłatę środków pieniężnych z bankomatu, wpłatę na rachunek bankowy, wykonywanie darmowych przelewów za pośrednictwem internetowego serwisu transakcyjnego, jak również za pośrednictwem oddziału banku. Wprowadzenie ustawy w życie wynikało z obowiązku implementa-



cji do polskiego prawa dyrektywy Parlamentu Europejskiego PAD z 2014 r. Dodatkowo ustawowo określono wysokość tzw. prowizji *interchange* od transakcji kartą płatniczą. Regulacje w tym zakresie stanowiły dostosowanie polskiego prawa do rozporządzenia Parlamentu Europejskiego MIF Reg z 2015 r. W roku 2017 pewnym zmianom uległy procedury udzielania kredytów hipotecznych w związku z wprowadzeniem w życie ustawy o kredycie hipotecznym. Wprowadzenie ustawy było konsekwencją obowiązku implementacji unijnej dyrektywy MCD z 2014 r.

W roku 2018 została znowelizowana ustawa o usługach płatniczych w celu implementacji dyrektywy PSD II z 2015 r. Poza najbardziej istotnymi dla konsumentów zmianami w zakresie poprawy bezpieczeństwa, poprzez wymóg silnego uwierzytelnienia, dyrektywa wprowadziła szereg dodatkowych zmian. Ograniczona została odpowiedzialność finansowa konsumenta ze 150 EUR do 50 EUR w przypadku nieautoryzowanych transakcji w związku z utratą lub kradzieżą środka płatniczego. Dyrektywa wprowadziła na rynku płatniczym, poza bankami oraz innymi podmiotami, kolejny rodzaj instytucji – tzw. dostawcę zewnętrznego (ang. *Third Party Provider*) oraz tzw. Małą Instytucję Płatniczą prowadzącą usługi płatnicze w małej skali.

W roku 2018 zaczęła obowiązywać dyrektywa MiFID II dotycząca usług inwestycyjnych i funkcjonowania rynków finansowych. W największym stopniu zmieniła ona sposób dystrybucji produktów oferowanych na rynku finansowym, zwłaszcza towarzystw funduszy inwestycyjnych i pośredników finansowych, jak również zmieniła model doradztwa inwestycyjnego. Jednocześnie przepisy nowej dyrektywy zwiększyły zakres sprawozdawczości instytucji finansowych do organów nadzorczych.

Reasumując, regulacje dotyczące szeroko rozumianego systemu finansowego poprawiły między innymi przejrzystość rynku oraz poziom ochrony konsumentów. Jednak ich skutki dla wszystkich instytucji finansowych, takie jak rosnąca sprawozdawczość czy ochrona danych osobowych, jak również działania w samym sektorze bankowym, takie jak wprowadzenie podstawowych rachunków płatniczych, przeniesienie części odpowiedzialności finansowej z konsumentów na instytucje bankowe, spowodowały wzrost ponoszonych kosztów, a tym samym ograniczały rentowność instytucji finansowych.

1.4. Wyzwania stojące przed gospodarką i sektorem finansowym

Zarówno gospodarka, jak i sektor finansowy zapewniający jej finansowanie, stoją w obliczu wielu wyzwań, których podjęcie jest konieczne na drodze ewolucyjnego rozwoju i adaptacji do zmieniającego się otoczenia, a także niezbędne w celu dokończenia procesu konwergencji z krajami wysoko rozwiniętymi. Należą do nich między innymi wyzwania w zakresie modernizacji infrastruktury technicznej i transportowej, transformacji energetycznej i przemian środowiskowych, zaspokajania potrzeb mieszkaniowych ludności, rozwoju przemysłu nowych technologii, w tym ekspansji i komercjalizacji działalności badawczo-rozwojowej. Nakłady potrzebne do ich przeprowadzenia trudno na razie oszacować, niemniej pozyskanie finansowania na ten cel wymagać będzie z pewnością znaczącego zaangażowania instytucji finansowych i rynków finansowych, zwłaszcza w obliczu sukcesywnego zmniejszania napływu środków UE do gospodarki.

Wśród wielu wyzwań stojących przed polską gospodarką w najbliższych latach należy wyróżnić między innymi działania wynikające z umowy o Europejskim Zielonym Ładzie, zaproponowanej przez Komisję Europejską w 2019 r. Szacunki dotyczące nakładów finansowych w tym zakresie są nadal bardzo nieprecyzyjne, ponieważ nie są jeszcze jasno zdefiniowane indywidualne działania, jakie każdy kraj członkowski UE powinien podjąć. Umowa przewiduje, że działania w ramach zielonego ładu będą koncentrować się na: inwestycjach w technologii przyjazne środowisku; transformacji energetycznej gospodarki; obniżeniu emisyjności sektora energetycznego; wspieraniu innowacji przemysłowych; wprowadzaniu czystszych i tańszych form transportu oraz zapewnieniu większej efektywności energetycznej budynków. Bardzo ogólne szacunki sugerują, że w nadchodzących latach wydatki związane z Europejskim Zielonym Ładem mogą wynieść ok. 1,5% PKB rocznie. W przypadku Polski oznaczałoby to nakłady inwestycyjne o wartości co najmniej 35 mld PLN rocznie.

Kolejnym wyzwaniem jest finansowanie sektora publicznego, a zwłaszcza jednostek samorządu terytorialnego (JST). Zadłużenie ogółem sektora JST ulegało obniżeniu w latach 2015–2017, jednak od roku 2018 widoczny jest ponowny jego wzrost.



Zadłużenie rośnie zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do dochodów jednostek samorządowych. Początkowy spadek, a następnie wzrost zadłużenia w dużej mierze ma charakter cykliczny i związany jest z procesem inwestycyjnym, w którym zaangażowane były środki Unii Europejskiej. Niemniej jednak, poza większymi wydatkami o charakterze majątkowym, samorządy zmuszone były ponosić większe koszty wynikające z reformy edukacji. Dodatkowo zmiana w ordynacji podatkowej, zmniejszająca wpływy z podatku PIT, ograniczyła dochody JST, a w konsekwencji nadwyżkę operacyjną samorządów. W związku z planowanymi inwestycjami i przy ograniczonych możliwościach wypracowywania nadwyżek operacyjnych poważnym wyzwaniem staje się zaspokojenie potrzeb pożyczkowych JST przez sektor bankowy lub – szerzej – przez krajowy system finansowy. Sektor samorządowy, zaspokajając rosnące potrzeby pożyczkowe, nie będzie mógł w takim samym zakresie jak dotychczas korzystać przede wszystkim z kredytów i pożyczek udzielanych przez sektor bankowy. Rosnące potrzeby pożyczkowe w całej gospodarce sprawiają, że sektor bankowy w obecnej formie może nie być w stanie zapewnić wystarczającego finansowania samorządom. Dodatkowo, rosnące zobowiązania sektora JST będą pogarszały jego wskaźniki zadłużenia, z czasem ograniczające zdolność do pozyskiwania finansowania. W takim wypadku samorządy będą zmuszone poszukiwać form pozyskiwania kapitału, które nie będą pogarszały ich wskaźników zadłużenia. Spośród dostępnych możliwości istotną rolę może odegrać PPP (partnerstwo publiczno-prywatne). Mimo wielu lat istnienia odpowiednich regulacji dotyczących tej formy współdziałania między sektorem publicznym i prywatnym, jak dotąd ta forma finansowania inwestycji nie zyskała szerszego zastosowania. Wynika to w dużym stopniu z obaw samorządów przed oskarżeniami o nadużycia.

Jednostki samorządu terytorialnego, jak też i pozostali beneficjenci funduszy strukturalnych UE, w swoich perspektywach finansowych muszą uwzględnić również fakt, że dostęp do środków z tych funduszy będzie stopniowo ograniczany. Ma to związek zarówno ze zmniejszającą się różnicą w poziomie rozwoju gospodarczego pomiędzy Polską a bogatymi krajami Unii Europejskiej, jak również ze zmianą polityki samej UE, a w konsekwencji priorytetów inwestycyjnych Wspólnoty. Wiele projektów inwestycyjnych, wciąż niezbędnych z polskiej perspektywy, przestanie być priorytetem dla Unii Europejskiej i straci w najbliższych latach do-

stęp do finansowania z funduszy UE. W związku z tym ich realizacja będzie wymagała większego udziału kapitału krajowego.

Rozważając problem finansowania jednostek samorządu terytorialnego, należy również zwrócić uwagę na spółki użyteczności publicznej, których najczęściej samorządy są współwłaścicielami lub jedynymi właścicielami. Środki wytwórcze w wielu spółkach użyteczności publicznej są przestarzałe i zbliżają się do granicy możliwości dalszej ich eksploatacji. To zmusza spółki do przeprowadzania niezbędnych inwestycji co najmniej w zakresie utrzymania swoich możliwości wytwórczych. Nowa strategia w postaci wspomnianej już umowy o Europejskim Zielonym Ładzie wymusza m. in. na spółkach użyteczności publicznej proces dostosowywania dla realizacji celów umowy. Dzięki temu spółki uzyskają dostęp do dodatkowych funduszy unijnych, jednak będą one również wymagały wkładu własnego. Dodatkowo, rosnące ceny praw do emisji CO₂ wpływają na spadek rentowności przedsiębiorstw energetycznych, a tym samym wywierają presję na inwestycje zmierzające do ograniczenia emisji. Wszystkie wymienione czynniki sprawiają, że w najbliższych latach spółki użyteczności publicznej będą zmuszone ponosić wysokie nakłady inwestycyjne i poszukiwać źródeł ich finansowania. Trudno oczekiwać, że inwestycje będą finansowane z nadwyżki wypracowanej przez spółki komunalne lub w wyniku dokapitalizowania przez ich właścicieli – często są to samorządy, które same poszukują źródeł finansowania swojej działalności. Potrzeby inwestycyjne spółek użyteczności publicznej będą zbyt duże. Poza kredytami z sektora bankowego czy emisją obligacji, w wielu przypadkach, z uwagi na wysoki poziom już zaciągniętych zobowiązań, spółki będą zmuszone poszukiwać alternatywnych źródeł finansowania, które nie pogarszałyby ich wskaźników zadłużenia.

W sektorze przedsiębiorstw jednym z najważniejszych wyzwań decydujących o przyszłości krajowej gospodarki jest finansowanie działalności badawczo-rozwojowej. Problem ten został już zasygnalizowany w części 1.3.1. Poziom wydatków na badania i rozwój w Polsce odbiega od poziomu większości krajów UE, jak też i bardziej innowacyjnych gospodarek Stanów Zjednoczonych, Japonii czy Korei Południowej. Poza samym poziomem wydatków, osobnym problemem jest struktura ich finansowania. W przeważającej części wydatki na badania i rozwój są finansowane ze środków



publicznych. Rozwój innowacyjności polskiej gospodarki wymaga większej komercjalizacji działań w obszarze badań i rozwoju, a wydatki sektora prywatnego powinny być dominującym źródłem ich finansowania. Przy wysokich wydatkach na działalność badawczo-rozwojową przedsiębiorstwa nie będą w stanie w pełni sfinansować ich ze środków własnych. W związku z tym naturalnym partnerem w tego typu przedsięwzięciach powinny być wyspecjalizowane instytucje niebankowe, np. fundusze typu venture capital. Warto zwrócić uwagę, że przy mniejszych potrzebach finansowych w tego typu projektach przedsiębiorstwa mogą zebrać niezbędny kapitał, wykorzystując np. internetowe platformy crowdfundingowe. Dodatkowym bodźcem w działalności badawczo-rozwojowej powinny być zachęty podatkowe dla przedsiębiorstw, np. w postaci ulg. W Polsce obowiązuje ulga na działalność badawczo-rozwojową dla przedsiębiorstw, jednak nie jest ona chętnie wykorzystywana. Według samych przedsiębiorstw, powodem jest zbyt duża uznaniowość urzędów skarbowych w określaniu, jaki rodzaj działalności ma charakter badawczo-rozwojowy. Ogólny charakter definicji zawartych w ustawie sprawia, że przedsiębiorstwa nie mają pewności, czy urząd skarbowy zakwalifikuje ich działalność do tej grupy i umożliwi korzystanie z ulgi.

Ostatnie z wymienianych w tej części raportu wyzwań dotyczy sektora bankowego i konsekwencji wprowadzania kolejnych regulacji. W tym zakresie najważniejsze wydają się konsekwencje wprowadzenia dyrektywy o przymusowej restrukturyzacji (BRRD) oraz dyrektywy o systemach gwarantowania depozytów (DGSD), o których już wspomniano w punkcie 1.3.3. W najbliższych latach banki w Polsce będą zmuszone pozyskać dodatkowy kapitał, którego wartość szacuje się od 60 do 100 mld PLN w celu sprostania nowym wymogom regulacyjnym. Banki w tym celu będą musiały uplasować na rynku nowy rodzaj obligacji nieuprzywilejowanych dla wypełnienia obowiązków MREL. Najprawdopodobniej krajowy rynek finansowy nie będzie w stanie w pełni zaspokoić potrzeb kapitałowych banków w tym zakresie. W związku z tym sektor bankowy będzie zmuszony do emisji papierów wartościowych w większości skierowanych do inwestorów zagranicznych. Z uwagi na uregulowania prawne – do MREL zaliczane będą jedynie zobowiązania wyemitowane na rynku unijnym – emisje będą skierowane do inwestorów zagranicznych w obrębie Unii Europejskiej.

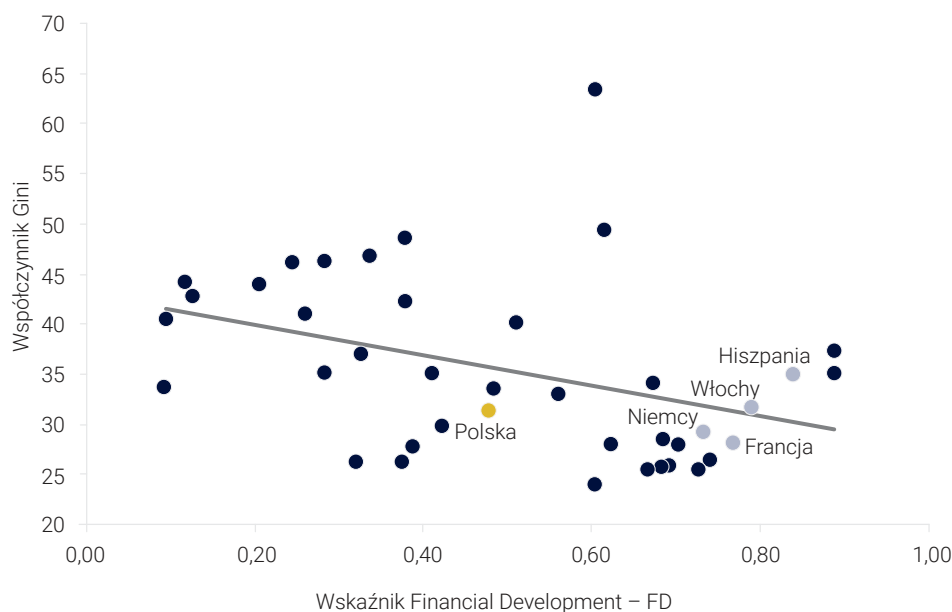
Chociaż istnienie sprawnego systemu finansowego jest niezbędnym warunkiem zapewnienia dopływu funduszy koniecznych do finansowania potrzeb rozwojowych gospodarki, to należy pamiętać, że w ostateczności o zdolności finansowania tych potrzeb decydują oszczędności generowane przez gospodarkę. Inwestycje, których wartość przekracza oszczędności krajowe, oznaczają konieczność sięgania do oszczędności zagranicznych (zaciągania kredytów zagranicznych), co może spowodować powstanie nierównowagi zewnętrznej gospodarki, presję na kurs walutowy oraz niebezpieczeństwo kryzysu walutowego. Sprawny system finansowy powinien również skutecznie przeciwdziałać temu niebezpieczeństwu.

1.5. Rozwój systemu finansowego a aspekty społeczne

Jak już wcześniej zaznaczono, proces osiągania wysokiego poziomu rozwoju systemu finansowego, w tym instytucji i rynków finansowych, nie jest celem samym w sobie, lecz powinien przebiegać w sposób zrównoważony, dostosowany do potrzeb sfery gospodarczej oraz szeroko rozumianej sfery społecznej. W szczególności nie powinien prowadzić do powstawania nierównowagi między realną gospodarką a sektorem finansowym oraz narastania negatywnych zjawisk, w tym wykluczenia finansowego czy nierówności dochodowych lub majątkowych ludności.

Ogólna zależność między poziomem rozwoju systemu finansowego (mierzonym wskaźnikiem Financial Development) a poziomem nierówności w dochodach w różnych krajach świata (mierzonym współczynnikiem Giniego) wskazuje, że kraje wysoko rozwinięte cechują się zwykle również bardziej równomiernym rozkładem dochodów w społeczeństwie (rys. 1.15.).

Nie oznacza to jednak, że wszelkie stosowane tam rozwiązania systemowe w zakresie rynków finansowych mogą być automatycznie zaimplementowane w Polsce na obecnym etapie rozwoju. Niektóre z nich mogą prowadzić do nadmiernej finansjalizacji gospodarki. Z kolei jej negatywne skutki mogą być widoczne zarówno na poziomie makroekonomicznym (np. w osłabieniu tempa wzrostu gospodarczego, nadmiernym udziale sektora finansowego



Rys. 1.15. Wskaźnik FD a współczynnik Gini

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

wego w PKB w stosunku do sektora realnego), na poziomie przedsiębiorstw (np. we wzroście udziału aktywów finansowych w przedsiębiorstwach kosztem spadającego udziału aktywów rzeczowych, w dominacji celów właścicieli, a nie szerokiego grona interesariuszy, w tendencjach do transferu okresowych dochodów w formie dywidend zamiast zwiększania bazy kapitałowej spółek), jak i na poziomie gospodarstw domowych (np. w nadmiernych obciążeniach dochodów ludności kosztami kredy-

tów, oferowaniu produktów finansowych niedostosowanych do profilu ryzyka inwestora). Uwzględnienie celów społecznych w procesie tworzenia infrastruktury dla rozwoju sektora finansowego jest warunkiem koniecznym stabilnego i zrównoważonego rozwoju społeczno-gospodarczego kraju. W tym kontekście rozwiązania systemowe Francji lub Niemiec wydają się być kierunkowo bardziej adekwatne dla polskiego rynku finansowego aniżeli rozwiązania włoskie czy hiszpańskie.



Poziom instytucjonalnego rozwoju rynków finansowych w Polsce na tle wybranych krajów wysoko rozwiniętych

W części drugiej przedstawiono analizy poświęcone strukturze instytucjonalnej poszczególnych segmentów systemu finansowego w Polsce na tle krajów z grupy porównawczej (Francja, Niemcy, Włochy, Hiszpania, Szwajcaria), w podziale na: sektor bankowy, sektor niebankowych instytucji finansowych oraz sektor instytucji obrotu instrumentami finansowymi.

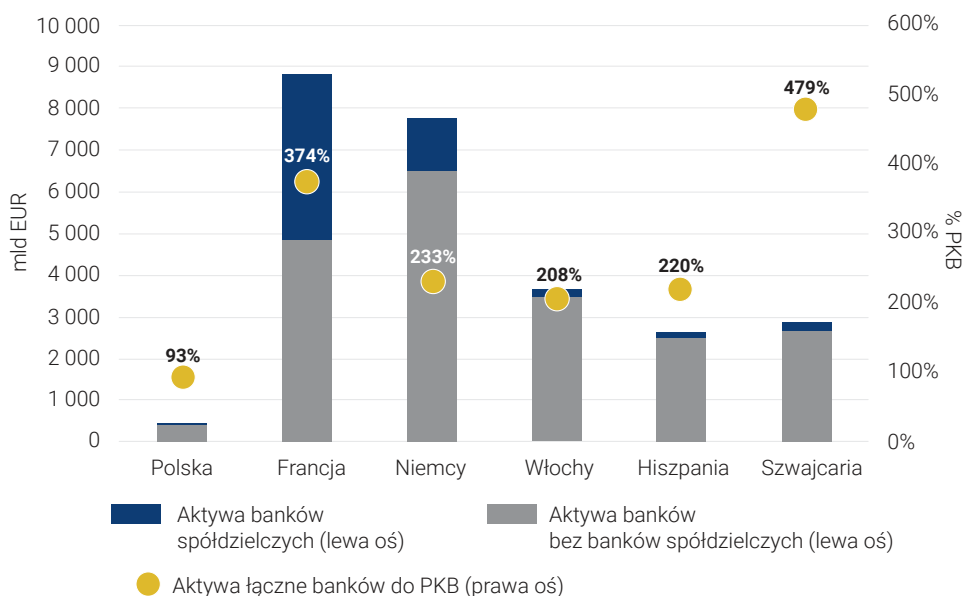
2.1. Sektor bankowy

Polska, jak już wcześniej wspomniano, jest krajem o dominującej roli banków w strukturze sektora finansowego. Choć są one podstawowym źródłem finansowania gospodarki oraz gospodarstw domowych, to na tle innych krajów wysoko rozwiniętych polski sektor bankowy jest jednak w dalszym ciągu relatywnie mały. Luka rozwojowa jest widoczna zarówno w wartości aktywów, jak i ich relacji do PKB (rys. 2.1.). W pierwszym przypadku aktywa działających w Polsce banków¹ są około sześciokrotnie mniejsze

niż w Hiszpanii i w Szwajcarii, siedmiokrotnie mniejsze niż we Włoszech, i aż blisko siedemnastokrotnie mniejsze niż w Niemczech i dziewiętnastokrotnie mniejsze niż we Francji.

Na uwagę zasługuje relatywnie duży udział banków spółdzielczych we Francji i w Niemczech w strukturze aktywów całego sektora. W pozostałych krajach mają one niewielkie znaczenie.

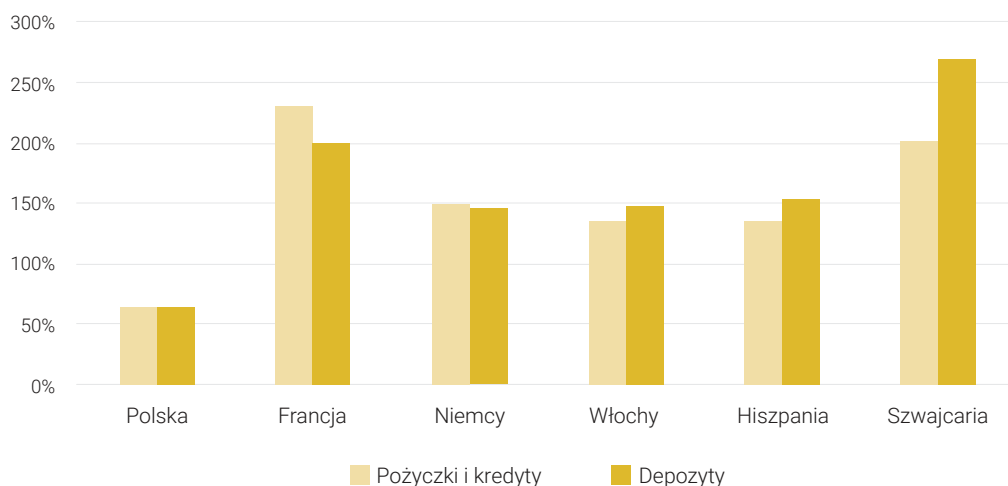
Z kolei w odniesieniu do PKB dysproporcje w zakresie względnej wartości aktywów instytucji bankowych są nieco mniejsze, aczkolwiek Polska, gdzie stanowią one 93% PKB, również odstaje i pod tym względem wyraźnie od krajów rozwiniętych. W tym przypadku najwyższy poziom tego wskaźnika posiada Szwajcaria, w której aktywa bankowe stanowią aż 479% PKB, równie wysoki udział aktywów bankowych w PKB jest we Francji (374%), a nieco niższy w Niemczech (233%), Hiszpanii (220%) oraz we Włoszech (208%).



Rys. 2.1. Aktywa banków w wybranych krajach (według stanu na koniec 2018 r.)

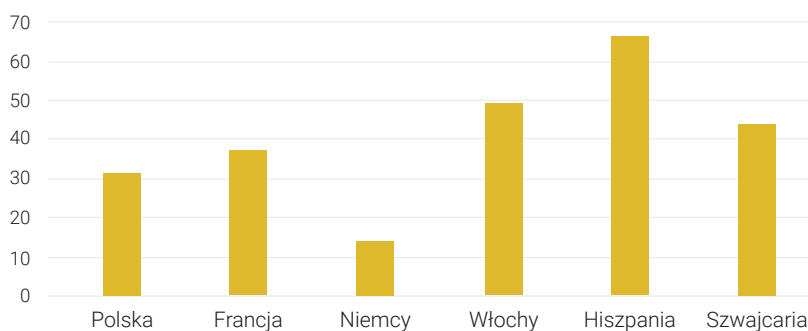
Źródło: European Banking Federation, European Association of Co-operative Banks

¹ Pojęcie banków należy w tym przypadku rozumieć szerzej. Ponieważ EBC nie podaje wprost statystyk dotyczących banków, a rozróżnia instytucje kredytowe (credit institutions) i monetarne instytucje finansowe (monetary financial institutions), to dane European Banking Federation, prezentowane w niniejszym podrozdziale, uwzględniają de facto obie te kategorie.



Rys. 2.2. Relacja wartości pożyczek i kredytów oraz depozytów do PKB (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: European Banking Federation, European Association of Co-operative Banks



Rys. 2.3. Liczba oddziałów banków komercyjnych na 10 000 dorosłych mieszkańców (średnia 2015–2017)

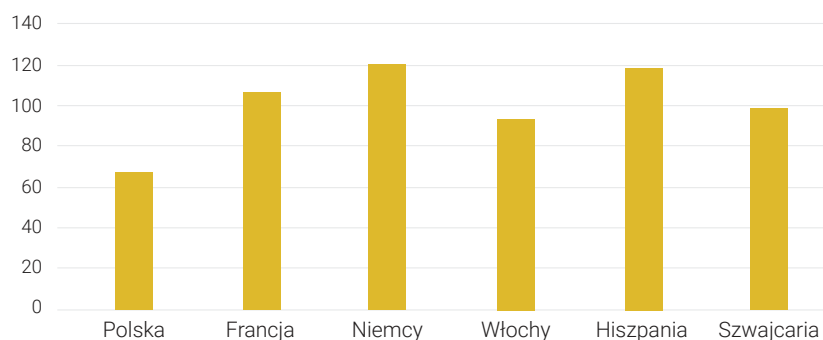
Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Porównanie wartości kredytów i pożyczek oraz depozytów do PKB w poszczególnych krajach (rys. 2.2.) wskazuje na względną równowagę pomiędzy tymi kategoriami w Polsce. Z kolei we Włoszech, w Hiszpanii i w Szwajcarii wartość depozytów jest większa niż wartość kredytów, natomiast we Francji i w Niemczech relacja ta jest odwrotna. Odnosząc natomiast wartość kredytów i pożyczek do PKB, widać wyraźnie, że stopień ich wykorzystania do finansowania gospodarki jest w Polsce zdecydowanie mniejszy (64% PKB) aniżeli w pozostałych krajach wysoko rozwiniętych, gdzie wynosi on odpowiednio: w Hiszpanii 135% PKB, we Włoszech 135,3% PKB, w Niemczech 148% PKB, w Szwajcarii 201,7% PKB, a we Francji 230% PKB.

Pod względem dostępności polski sektor bankowy charakteryzuje się zbliżonym poziomem rozwoju do

sektorów bankowych pozostałych krajów. Liczba oddziałów banków komercyjnych na 10 tysięcy dorosłych mieszkańców, wynosząca w latach 2015–2017 średnio około 32 oddziały, jest nawet większa niż w Niemczech (14 oddziałów). Tak mierzony stopień ubankowienia jest najwyższy w Hiszpanii, w której na 10 tysięcy mieszkańców przypadało średnio 66 oddziałów banków.

Analizując te dane, warto jednak zwrócić uwagę na zmiany technologiczne zachodzące w bankowości, które polegają na wzroście udziału usług świadczonych za pośrednictwem internetu, co siłą rzeczy ogranicza znaczenie oddziałów banków. Tak więc niski wskaźnik liczby oddziałów nie zawsze może być interpretowany jako świadczący o niskiej dostępności usług i produktów bankowych.



Rys. 2.4. Liczba bankomatów na 100 000 dorosłych mieszkańców (średnia 2015–2017)

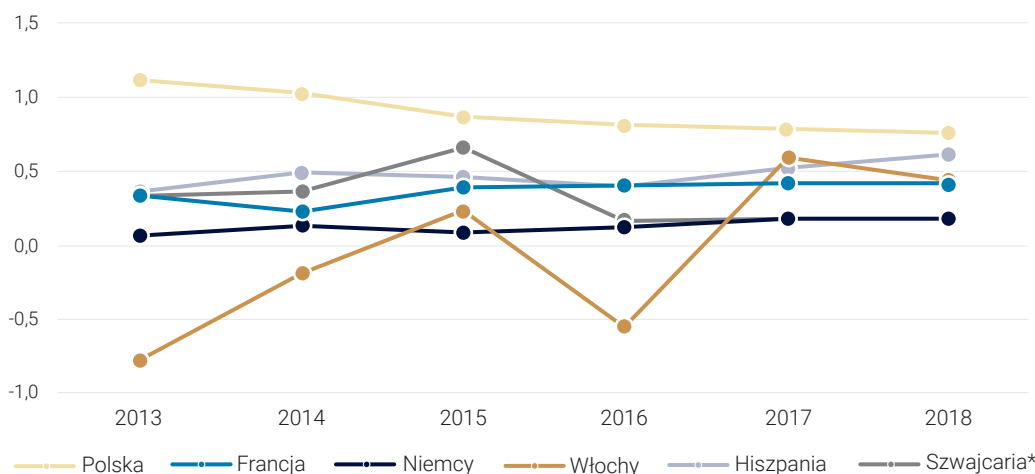
Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Nieznacznie mniejszy poziom dostępności widoczny jest natomiast w przypadku nasycenia rynku bankomatami. W Polsce liczba bankomatów przypadająca na 100 tysięcy mieszkańców wynosiła w latach 2015–2017 średnio 67, podczas gdy w krajach rozwiniętych wahała się między 93 (we Włoszech) a 120 (w Niemczech) (rys. 2.4.).

oraz fiskalnym (tzw. podatek bankowy). W okresie 2013–2018 wskaźnik ROA w Polsce spadł o ponad 32%, tj. z poziomu 1,12% (w 2013 r.), do poziomu 0,78% (w 2018 r.). W tym samym czasie w analizowanych krajach wysoko rozwiniętych, poza Szwajcarią, uległ on wyraźnej poprawie.

Polski sektor bankowy jest natomiast bardziej efektywny niż sektory bankowe porównywanych krajów, zarówno mierzony rentownością aktywów, jak i kapitałów własnych. Poziom wskaźników ROA i ROE w Polsce w latach 2013–2018 był najwyższy wśród porównywanych krajów. Niepokojąca jest jednak, utrzymująca się od kilku lat, wyraźna tendencja spadkowa efektywności banków w Polsce, będąca pochodną wprowadzenia licznych obciążeń o charakterze regulacyjnym (np. wzrost opłat na BFG)

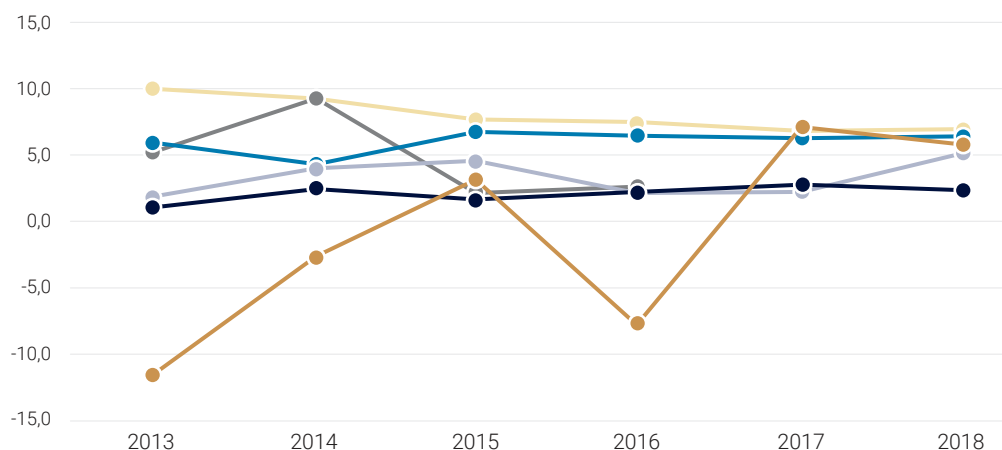
Podobnie sytuacja wygląda w obszarze rentowności kapitałów własnych. Mimo relatywnie wysokiego poziomu wskaźników ROE w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych, w latach 2013–2018 rentowność kapitałów własnych w krajowym sektorze bankowym ulegała systematycznemu pogorszeniu. W okresie pięciu lat (2013–2018) wskaźnik ROE banków w Polsce obniżył się o niemal 30%, tj. z 9,97% do 7%. Ten negatywny trend utrzymuje się także obecnie. Co ciekawe, w tym samym okresie efektywność sektora bankowego



Rys. 2.5. Rentowność aktywów (ROA) w latach 2013–2018 (w %)

Źródło: Europejski Bank Centralny

* W przypadku Szwajcarii dane za okres 2013–2017



Rys. 2.6. Rentowość kapitału własnego ROE w latach 2013–2018 (w %) * W przypadku Szwajcarii dane za okres 2013–2016

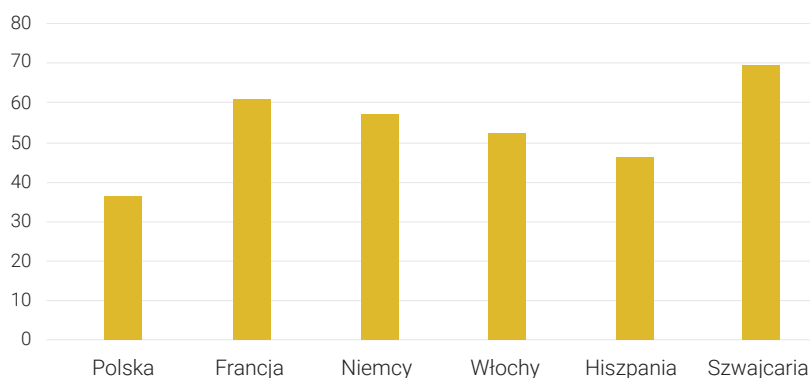
Źródło: Europejski Bank Centralny

w Niemczech, we Francji, w Hiszpanii czy we Włoszech poprawiała się, choć w przypadku ostatniego z wymienionych krajów cechuje się dużą niestabilnością.

Polski sektor bankowy charakteryzuje się niekorzystną, w porównaniu do pozostałych analizowanych państw, strukturą przychodów. Udział przychodów z tytułu opłat i prowizji jest relatywnie niski (średnio około 25%) i wykazuje tendencję spadkową. W przychodach operacyjnych dominują przychody z tytułu odsetek. Taka struktura przychodów jest niekorzystna, gdyż naraża banki na wyższe ryzyko ze względu na mniejszy stopień dywersyfikacji dochodów.

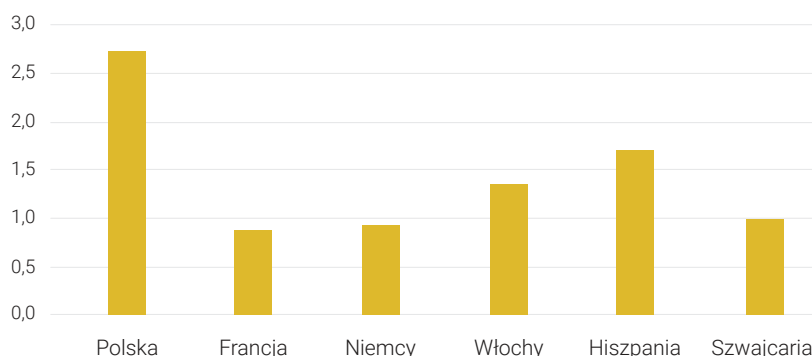
Na tle pozostałych analizowanych krajów polski sektor bankowy charakteryzuje się bardzo wysoką marżą kredytową netto. Poza Hiszpanią marża odsetkowa netto jest w pozostałych krajach co najmniej o połowę niższa.

Tak wysoki poziom marży odsetkowej netto jest efektem trwającego od kilku lat procesu polegającego na stabilizacji przychodów sektora bankowego. W latach 2010–2019 przychody sektora bankowego z tytułu odsetek oraz opłat i prowizji wzrosły o 13%, podczas gdy w tym samym okresie aktywa sektora bankowego zwiększyły się o 73%. Stagnacja przychodów banków z tych dwu podstawowych źródeł spowodowała, że utrzymanie wyniku finansowego wy-



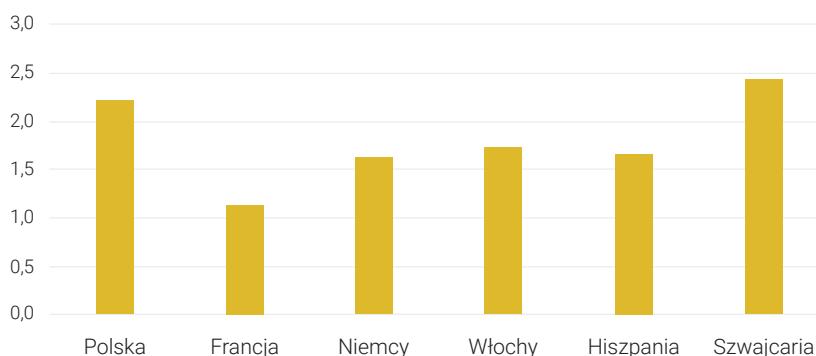
Rys. 2.7. Przychody pozaodsetkowe w relacji do przychodów ogółem (średnia 2015–2017)

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy



Rys. 2.8. Marża odsetkowa netto (średnia 2015–2017)

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy



Rys. 2.9. Koszty ogólne w relacji do aktywów ogółem (średnia 2015–2017)

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

magalo zdecydowanego obniżenia kosztów odsetek. Utrzymanie takich relacji nie jest jednak korzystne. Obniżanie oprocentowania depozytów prowadzi do braku zainteresowania deponowaniem oszczędności w bankach, gdyż realna stopa oprocentowania depozytów jest od dłuższego czasu ujemna. Z kolei podwyżka oprocentowania kredytów może prowadzić do ograniczenia akcji kredytowej. W warunkach spadającej opłacalności usług bankowych polski sektor bankowy może znaleźć się w długookresowej stagnacji, co wpłynie negatywnie na gospodarkę.

Koszty ogólne w polskim sektorze bankowym pozostają na stosunkowo wysokim poziomie względem krajów grupy porównawczej. Może to być spowodowane dwoma czynnikami. Stosunkowo mała wartość aktywów wpływa negatywnie na efektywność ogólnej działalności bankowej. Wraz ze wzrostem aktywów koszty ogólne powinny pozostawać na zbliżonym

poziomie, a tym samym sukcesywnie powinna się poprawiać efektywność banków. Drugą przyczyną stosunkowo wysokich kosztów ogólnych mogą być wydatki związane z dynamicznie zmieniającym się otoczeniem prawno-regulacyjnym, wywołującym kosztowne działania dostosowawcze. Podatek bankowy oraz wpłaty na Bankowy Fundusz Gwarancyjny spowodowały radykalne podniesienie kosztów banków oraz spadek rentowności.

Reasumując, można stwierdzić, że polski sektor bankowy znalazł się w swego rodzaju pułapce. Wprawdzie jego rentowność jest nadal wyższa niż w grupie porównywanych krajów, ale od kilku lat wykazuje zdecydowaną tendencję spadkową. Wynika to z wprowadzonych obciążeń podatkowych oraz obciążeń wynikających z regulacji. Obecnie rentowność netto jest niższa niż szacowany koszt kapitału banków, co zagraża dalszemu, stabilnemu rozwojowi sektora, który wymaga



zwiększania kapitałów własnych. W warunkach niskiej rentowności występuje brak zainteresowania przeznaczaniem zysków na zwiększenie kapitałów własnych, jak też zainteresowanie nabywaniem nowych emisji akcji. Dalsze traktowanie banków jako niewyczerpanego źródła dochodów na finansowanie wydatków socjalnych państwa może uniemożliwiać rozwój sektora ze szkodą dla sfery realnej gospodarki.

2.2. Sektor niebankowych instytucji finansowych

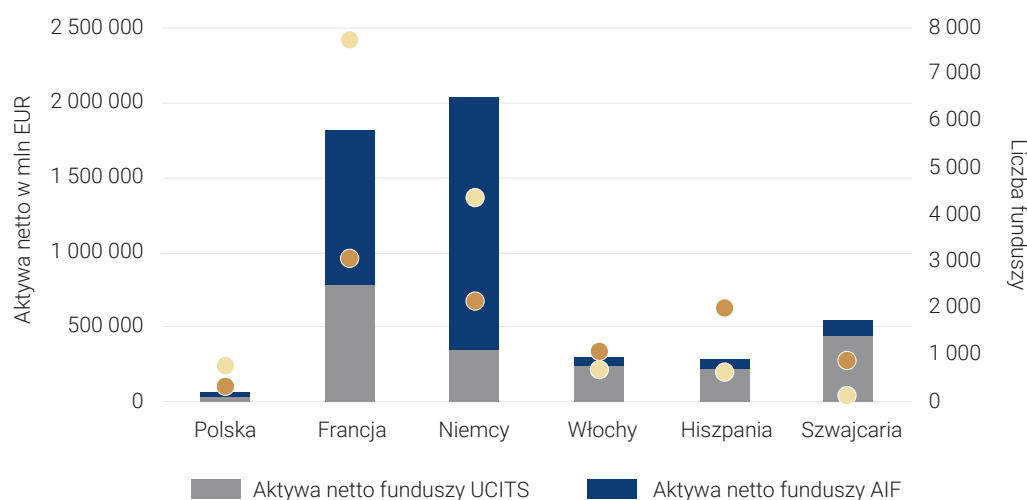
2.2.1. Fundusze inwestycyjne

W rozwiniętej gospodarce rynkowej istotnym elementem sektora finansowego są fundusze inwestycyjne, które stwarzają oszczędzającym możliwości wyboru form inwestowania odpowiadających ich preferencjom dotyczącym oczekiwanej stopy dochodu i ryzyka. W trakcie ponad stuletniej historii rynek funduszy inwestycyjnych stał się jednym z najważniejszych segmentów rynku finansowego.

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce jest wciąż relatywnie słabo rozwinięty. Dysproporcje rozwojowe w stosunku do krajów zamożnych są widoczne, zarówno biorąc pod uwagę wartości bezwzględne, jak i ich względną relację do PKB.

Wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych w Polsce, według danych EFA-MA, jest ponad czterokrotnie niższa niż we Włoszech czy w Hiszpanii, i aż przeszło trzydziestokrotnie niższa niż w Niemczech (rys. 2.10.). Różnice te odnoszą się zarówno do segmentu funduszy działających w oparciu o regulacje UCITS, jak i o dyrektywę AIFM. Skalę zapóźnienia Polski w zakresie rozwoju tych ważnych instytucji rynku kapitałowego uwidacznia również liczba utworzonych funduszy. Wynosi ona w Polsce łącznie (UCITS plus AFI) 1045 funduszy i jest porównywalna tylko z liczbą funduszy w Szwajcarii, w której liczba ta jest najniższa. W porównaniu do pozostałych krajów dysproporcje rozwojowe są głębsze. W Hiszpanii liczba funduszy jest około dwu i półkrotnie wyższa, w Niemczech ponad 6 razy, a we Francji ponad 10 razy. Szczególnie widoczna dysproporcja dotyczy funduszy typu UCITS. W porównywanych krajach liczba tych funduszy jest od 7 do 100 razy większa niż w Polsce. Ze względu na relatywnie niski poziom zgromadzonych aktywów, średnia wielkość funduszy w porównywanych krajach jest ponad czterokrotnie wyższa niż w Polsce.

Na uwagę zasługuje fakt, że w Niemczech i we Francji na rynku funduszy dominują alternatywne fundusze inwestycyjne, obejmujące zwykle fundusze nieruchomości, fundusze private equity, fundusze venture capital, fundusze odnawialnych źródeł energii czy fundusze długu prywatnego, co wskazuje równocześnie na ich duże znaczenie w finansowaniu podmiotów i projektów ze sfery realnej w tych krajach.



Rys. 2.10. Wartość aktywów netto i liczba funduszy inwestycyjnych w 2018 r.

Źródło: European Fund and Asset Management Association

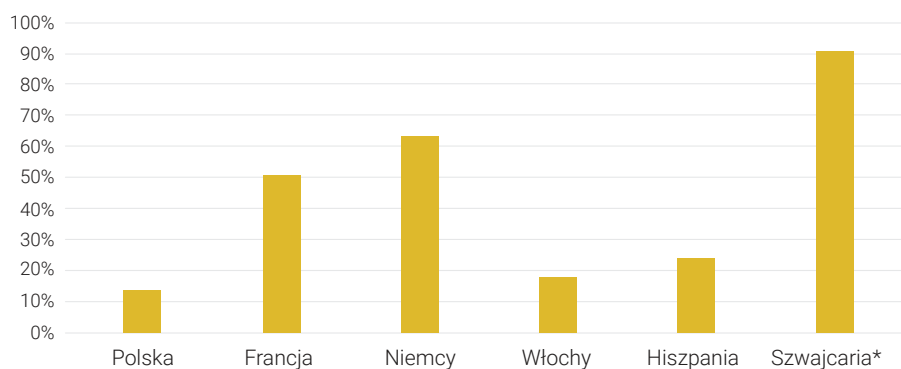
Szczegółowe porównanie między krajami wymaga jednak uwzględnienia specyfiki uwarunkowań ekonomicznych i prawnych, w jakich one funkcjonują. Na przykład w Niemczech fundusze AIF mogą również funkcjonować jako fundusze otwarte, a nie tylko specjalistyczne fundusze otwarte czy fundusze zamknięte, jak ma to miejsce w Polsce.

Także w relacji do PKB wartość funduszy w Polsce jest znacznie niższa niż w porównywanych krajach (rys. 2.11.). Wartość aktywów zgromadzonych w funduszach w relacji do PKB wynosi w Polsce niecałe 14% i jest, poza Włochami, wyraźnie niższa aniżeli w krajach z grupy porównawczej. Te dysproporcje są zrozumiałe, jeżeli weźmiemy pod uwagę, że Polska jest krajem o znacznie niższym poziomie

rozwoju, niższej wartości majątku narodowego oraz niższej wartości skumulowanych oszczędności, co obiektywnie ogranicza poziom rozwoju tej formy inwestycji kapitałowych.

Uszczegóławiając te wartości, poprzez uwzględnienie różnych typów polityki inwestycyjnej (według klasyfikacji EBC) widać wyraźniej, w których segmentach rynku funduszy inwestycyjnych relacja aktywów netto do PKB odstaje od poziomów notowanych w innych krajach wysoko rozwiniętych (tab. 2.1.).

W takim ujęciu Polska jest krajem o niższym poziomie rozwoju we wszystkich grupach funduszy, z wyjątkiem tych sklasyfikowanych jako pozostałe.



Rys. 2.11. Wartość aktywów netto w relacji do PKB (według stanu na koniec 2018 r.)

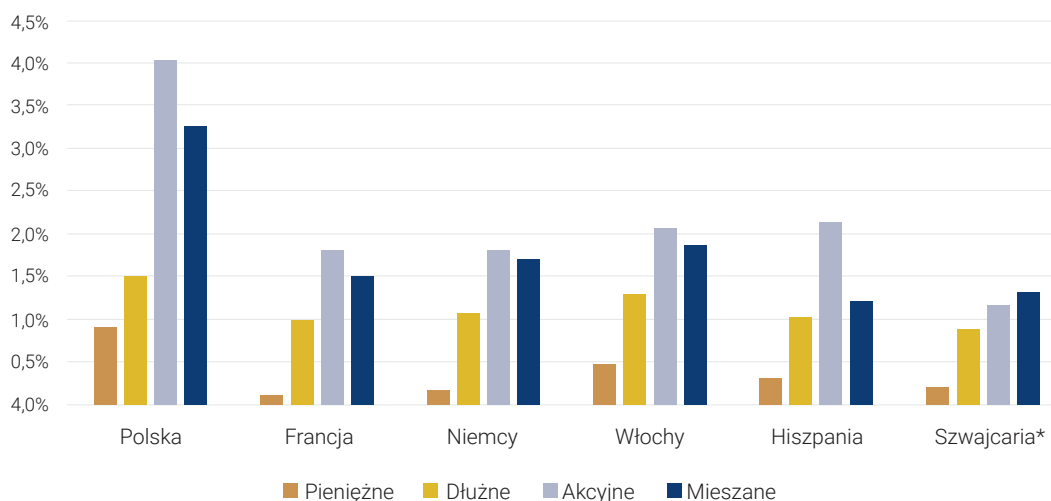
Uwagi: statystyki EBC zaliczają fundusze rynku pieniężnego do Monetary Financial Institutions, tym samym nie są one uwzględnione w zestawieniu aktywów funduszy inwestycyjnych

Źródło: Europejski Bank Centralny, * dla Szwajcarii – EFAMA

Tab. 2.1. Aktywa netto funduszy w relacji do PKB według rodzaju polityki inwestycyjnej (według stanu na koniec 2018 r.)

	Niemcy	Hiszpania	Francja	Włochy	Polska
Fundusze inwestycyjne razem	63,03%	24,12%	50,97%	17,95%	13,65%
Fundusze akcji	8,39%	3,53%	12,39%	2,17%	1,41%
Fundusze obligacji	12,74%	6,59%	11,45%	5,50%	4,48%
Fundusze mieszane	29,44%	5,31%	13,81%	6,65%	0,97%
Fundusze rynku nieruchomości	6,69%	0,09%	4,55%	3,21%	0,12%
Fundusze typu <i>hedge</i>	0,10%	0,24%	0,06%	0,43%	0,06%
Pozostałe fundusze	5,66%	8,36%	8,69%	b.d.	6,62%

Źródło: Europejski Bank Centralny



Rys. 2.12. Wysokość opłat za zarządzanie funduszami Uwagi: *) dla Szwajcarii – total expense ratio

Źródło: European Commission, Morningstar

W grupie porównawczej, na koniec 2018 r., aktywa o największej wartości zgromadzone w funduszach mieszanych. Największy ich udział w ogólnej wartości aktywów funduszy występował w Niemczech (47%). W Polsce aktywa funduszy mieszanych stanowiły jedynie 7,1% rynku. Relatywnie niski jest także udział funduszy nieruchomości, w których zgromadzone jedynie 0,9% ogółu aktywów funduszy. W tym przypadku porównanie z innymi krajami wymaga jednak uwzględnienia specyfiki uwarunkowań ekonomiczno-prawnych, w których funkcjonują fundusze inwestycyjne. Na przykład porównanie z Hiszpanią wymaga uwzględnienia faktu, że w kraju tym funkcjonuje dobrze rozwinięty rynek podmiotów typu REIT, a więc podmiotów prowadzących podobny rodzaj działalności. Z kolei w Niemczech fundusze nieruchomości mogą być tworzone również jako fundusze otwarte czy specjalistyczne otwarte, podczas gdy w Polsce prawa majątkowe do nieruchomości mogą nabywać jedynie fundusze zamknięte. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na niepowodzenia niektórych funduszy tego typu w Polsce (np. BPH – Sektora Nieruchomości), który w znacznym stopniu osłabił zaufanie inwestorów do tej formy inwestycji. Z kolei fundusze typu hedge mają marginalne znaczenie w strukturze podmiotowej we wszystkich analizowanych krajach.

Należy jednak zaznaczyć, że poziom rozwoju rynku polskich funduszy inwestycyjnych jest uwarunkowany nie tylko niską skłonnością do oszczędzania i wciąż relatywnie niską zamożnością Polaków, ale

także działaniami samych funduszy. Na przykład naliczane w Polsce opłaty z tytułu zarządzania funduszami od lat należą do najwyższych w Europie (rys. 2.12.), co prowadzi do silnej erozji wartości powierzonego przez inwestorów kapitału i zniechęca ich do tej formy alokacji oszczędności. Przyjęte w ostatnim czasie rozwiązania legislacyjne w zakresie limitów opłat za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi (rozporządzenie MF z 2018 r., ustawa o PPK), w połączeniu z regulacjami unijnymi (MiFID II) powinny poprawić atrakcyjność i efektywność tej formy inwestycji.

Z punktu widzenia rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, ale i wyzwań stojących przed gospodarką, ważna jest również weryfikacja przyjętego modelu ich funkcjonowania pod kątem jego zdolności do absorpcji środków pochodzących zarówno od inwestorów krajowych, jak i zagranicznych, zwłaszcza instytucjonalnych. Zaimplementowany w Polsce model oparty na funduszach i zarządzających nimi TFI jako odrębnych osobach prawnych, choć jest rozwiązaniem sprzyjającym ochronie interesów uczestników funduszy, nie jest rozwiązaniem powszechnym w krajach rozwiniętych ani też w pełni zrozumiałym dla inwestorów zagranicznych. Biorąc pod uwagę ten fakt, dopuszczenie możliwości działania podmiotów inwestycyjnych w formie spółek prawa handlowego o zmiennym kapitale (np. na wzór funduszy typu SICAV) mogłoby także przyczynić się do zwiększenia potencjału finansowego rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce i poprawy jego efektywności.

2.2.2. Zakłady ubezpieczeń

Sektor ubezpieczeń, tak jak pozostałe elementy sektora finansowego, wykazuje podobny stopień opóźnienia w porównaniu do grupy odniesienia. Wskazują na to takie dane, jak dotyczące liczby zakładów ubezpieczeń, liczby zatrudnionych pracowników czy też dane finansowe.

Liczba zakładów ubezpieczeń (60) jest znacznie niższa niż w porównywanych krajach. Na koniec 2018 r. liczba zakładów ubezpieczeń w Szwajcarii była ponad dwa razy większa niż w Polsce. Podobnie było w Hiszpanii, ale już we Włoszech trzy razy więcej, we Francji sześć razy więcej, a w Niemczech siedem i półkrotnie więcej. Podobne dysproporcje dotyczą liczby zatrud-

nionych pracowników. We Włoszech liczba zatrudnionych pracowników jest niemal dwukrotnie większa niż w Polsce. Podobnie jest w Szwajcarii i Hiszpanii. W porównaniu do Francji i Niemiec różnice mają charakter jakościowy.

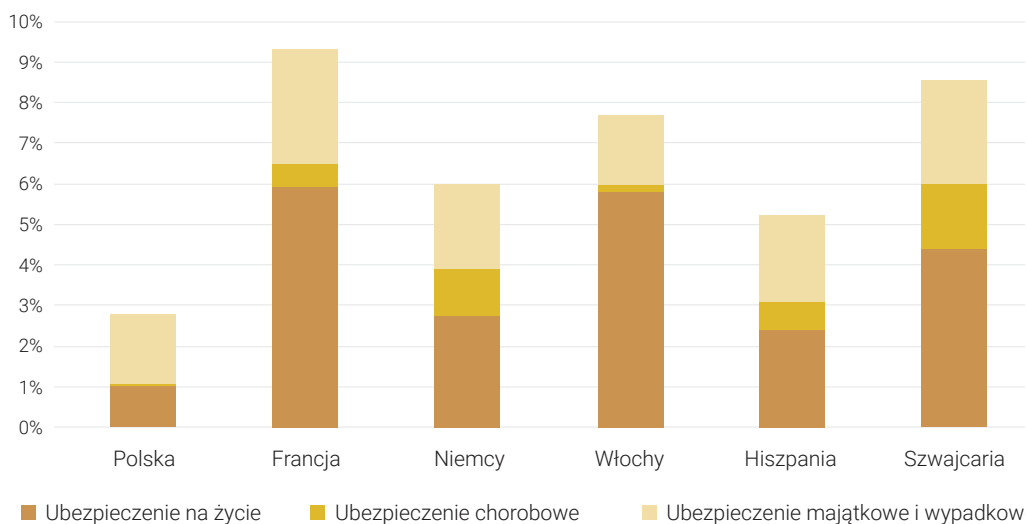
Jednym z najważniejszych wskaźników poziomu rozwoju rynku ubezpieczeniowego jest tzw. wskaźnik penetracji liczony jako relacja składki przypisanej brutto do PKB.

Jak wynika z rysunku 2.13. pomiędzy Polską a analizowanymi krajami wysoko rozwiniętymi występują wyraźne dysproporcje, zarówno na poziomie ogólnym – całego rynku, jak i w poszczególnych jego segmen-

Tab. 2.2. Liczba zakładów ubezpieczeń na danym rynku krajowym oraz liczba zatrudnionych (według stanu na koniec 2018 r.)

	Polska	Francja	Niemcy	Włochy	Hiszpania	Szwajcaria
Liczba zakładów ubezpieczeń	60*	364	451	178	134	133
Liczba pracowników (bezpośrednio zatrudnionych) na rynku krajowym	26 010	147 400	291 240	46 197	48 064	47 000

Uwagi: *) Statystyki OECD nie uwzględniają tu jednego, jednego zakładu reasekuracji funkcjonującego w Polsce Źródło: OECD, Insurance Europe



Rys. 2.13. Składki z tytułu ubezpieczeń w relacji do PKB (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: Insurance Europe



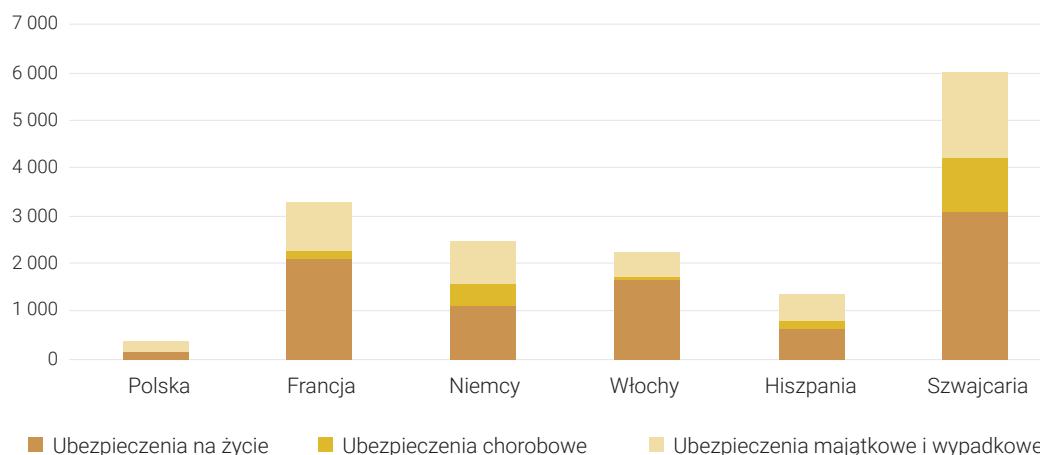
tach, zwłaszcza ubezpieczeń na życie i ubezpieczeń chorobowych. Najmniejsze różnice można zaobserwować w odniesieniu do ubezpieczeń majątkowych i wypadkowych, które wahają się od 1,73% PKB we Włoszech do 2,85% PKB we Francji.

Innym, ważnym miernikiem poziomu rozwoju rynku ubezpieczeniowego jest relacja składki przypisanej brutto przypadająca na jednego mieszkańca.

Pod tym względem Polska wyróżnia się negatywnie na tle innych porównywanych krajów. Łącznie, dla wszystkich wyróżnionych typów ubezpieczeń (na życie, chorobowych, majątkowych i wypadkowych), war-

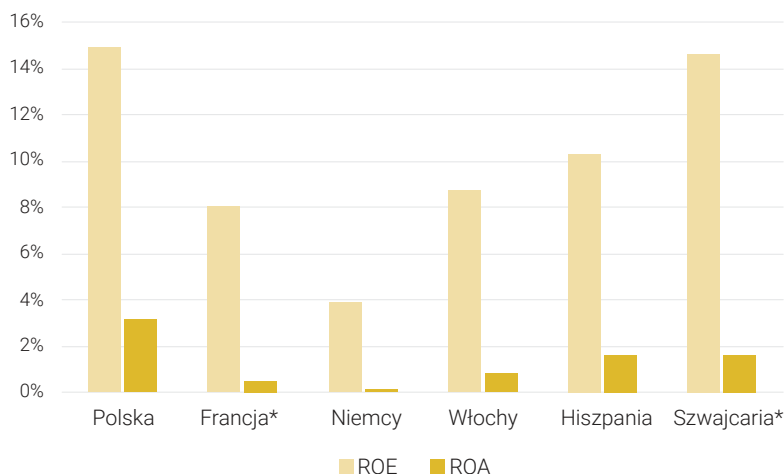
tość składki przypisanej brutto na jednego mieszkańca na koniec 2018 r. wynosiła w Polsce średnio około 366 EUR i była niższa niż w Hiszpanii o 911 EUR. Największe składki ubezpieczeniowe w przeliczeniu na jednego mieszkańca występowały w Szwajcarii, wynosząc 6000 EUR rocznie.

Biorąc pod uwagę efektywność zakładów ubezpieczeń, mierzoną wskaźnikami ROE oraz ROA, widać wyraźnie, że działalność instytucji ubezpieczeniowych w Polsce cechuje się relatywnie najwyższą zyskownością na tle analizowanych krajów. Porównywalny poziom ROE występuje jedynie w Szwajcarii – w pozostałych analizowanych krajach jest on znacznie niższy. Wskaźniki ROA i ROE są kilkakrotnie



Rys. 2.14. Składka przypisana brutto na jednego mieszkańca w EUR (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: Insurance Europe



Rys. 2.15. Wielkość ROE i ROA zakładów ubezpieczeń (według stanu na koniec 2018 r.)

Uwagi: *) Dane dla Francji są za lata 2015 i 2016 Źródło: OECD

wyższe niż w Niemczech. W porównaniu do pozostałych krajów różnice nie są aż tak wyraźne, niemniej (poza Szwajcarią) są one także widoczne.

Porównując wskaźniki efektywności zakładów ubezpieczeń, a także innych instytucji sektora finansowego, które generalnie są wyższe w Polsce niż w pozostałych krajach, warto postawić pytanie o przyczyny tego stanu rzeczy. Wydaje się, że wyższe wskaźniki efektywności w Polsce są nie tyle rezultatem wyższej efektywności przedsiębiorstw sektora finansowego, ile niższej konkurencyjności tego sektora, co umożliwia instytucjom finansowym kształtowanie niekorzystnych relacji z klientami. Przykładem mogą być wysokie marże odsetkowe netto w sektorze bankowym czy też wysokie opłaty za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi. W tym kontekście wyższa efektywność jest raczej efektem niedorozwoju rynku finansowego niż bardziej efektywnego działania firm z sektora finansowego.

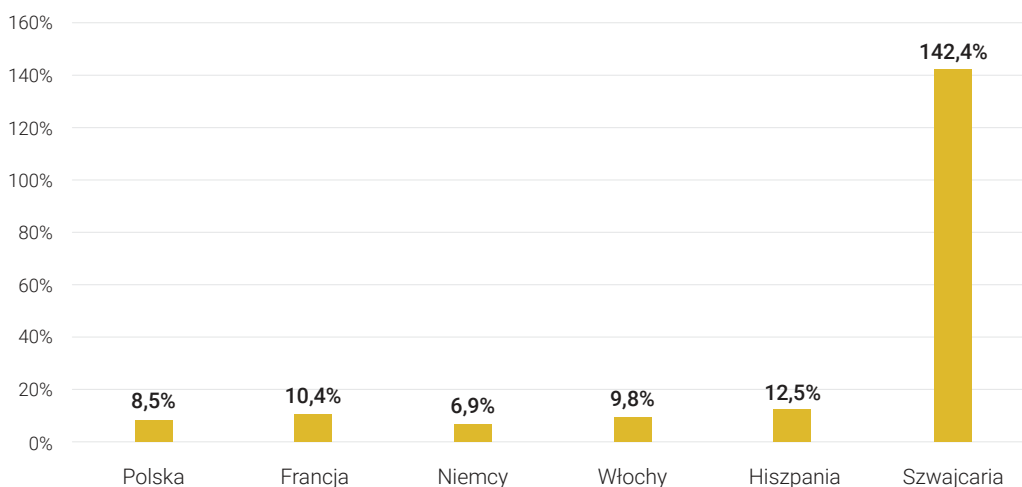
2.2.3. Fundusze emerytalne

Fundusze emerytalne stanowią istotne ogniwo instytucjonalne rynków finansowych. Znaczenie tego sektora w decydującej mierze zależy od ogólnych rozwiązań systemu emerytalnego, które determinują udział segmentu kapitałowego w tym systemie. W przypadku Polski ocena tego rynku jest szczególnie trudna, gdyż znajduje się on w procesie przebudowy.

Po szeroko zakrojonej reformie systemu emerytalnego z ostatniej dekady ubiegłego wieku, w której ważnym elementem był filar ubezpieczeń kapitałowych, od kilku lat trwa jego demontaż, zmierzający do likwidacji obowiązkowych ubezpieczeń kapitałowych. Za przykład odgórnego ingerencji w funkcjonowanie funduszy emerytalnych, ograniczającej skalę ich działania i zasoby majątkowe może tu służyć przeniesienie w 2014 r. w Polsce dłużnych papierów wartościowych o wartości 153 mld PLN, zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, do państwowego Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, w wyniku czego wartość zarządzanych przez nie aktywów uległa skokowej redukcji o 51,5%. Fakt ten rzutuje automatycznie na pozycję Polski w rankingach funduszy emerytalnych względem pozostałych krajów.

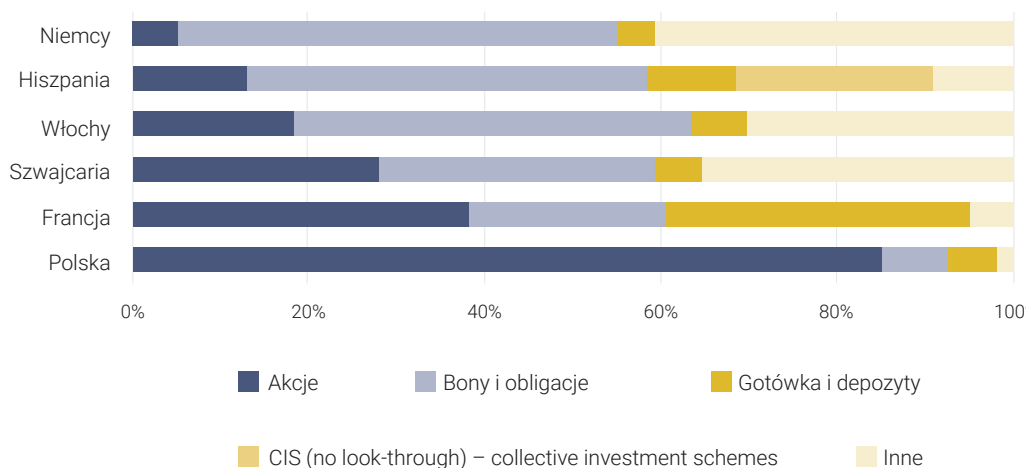
Mimo wspomnianej redukcji aktywów, według danych OECD z 2018 r., ich wartość zgromadzona w funduszach emerytalnych i w ramach prywatnych planów emerytalnych w relacji do PKB w Polsce nie odbiega zasadniczo od poziomów w pozostałych krajach wysoko rozwiniętych (rys. 2.16.). Wyjątkiem w tej grupie krajów jest Szwajcaria, w której aktywa funduszy emerytalnych stanowią ponad 142% PKB, co wynika z ogólnej konstrukcji systemu emerytalnego, który w Szwajcarii jest w znacznie większym stopniu oparty na filarze ubezpieczeń kapitałowych.

Wyraźne różnice, ze względu na dokonaną w Polsce operację transferu części obligacyjnej, doty-



Rys. 2.16. Wartość aktywów zgromadzonych w funduszach i prywatnych planach emerytalnych w relacji do PKB (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: OECD



Rys. 2.17. Alokacja środków pieniężnych funduszy emerytalnych w wybranych klasach aktywów (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: OECD

czą natomiast składu portfeli instytucji emerytalnych (rys. 2.17.). Sytuację, w której około 85% aktywów tych instytucji ulokowane jest na rynku akcji, jak ma to miejsce w Polsce, uznać należy za niestandardową oraz niebezpieczną zarówno z punktu widzenia stabilności systemowej, jak i interesów przyszłych emerytów. Dla porównania: w Niemczech, Hiszpanii i we Włoszech udział obligacji (w tym skarbowych, korporacyjnych, zabezpieczonych aktywami) i bonów skarbowych w tych instytucjach wynosił blisko 50%. We Francji część obligacyjna wraz z częścią aktywów płynnych (gotówkowych i depozytowych) stanowi ok. 57% składu portfeli instytucji emerytalnych.

Przeprowadzana aktualnie w Polsce reforma systemu emerytalnego w znacznym stopniu modyfikuje sposób funkcjonowania części kapitałowej tego systemu i działających w jej ramach podmiotów. W związku z tym stosownej zmianie ulegnie też struktura podmiotowa rynku finansowego. Podejmowane przez rząd działania w tym zakresie, a także reakcje przedsiębiorstw oraz pracowników na proponowane rozwiązania nie pozwalają obecnie stwierdzić, jaki ostateczny kształt przyjmie ten system i jaka będzie w nim rola kapitałowych funduszy emerytalnych. Z pewnością jednak uruchomienie z dniem 1 lipca 2019 r. systemu pracowniczych planów kapitałowych (PPK) oraz planowane przekształcenie otwartych funduszy emerytalnych w specjalistyczne fundusze otwarte prowadzące indywidualne konta emerytalne (IKE) otwiera nowe możliwości przed instytucjami niebankowymi, za-

ządzającymi środkami gromadzonymi w ramach systemu systematycznego oszczędzania, w tym towarzystwami funduszy inwestycyjnych, pracowniczymi towarzystwami emerytalnymi czy zakładami ubezpieczeń. W pozytywnym scenariuszu można się zatem spodziewać, że rola części kapitałowej systemu emerytalnego w Polsce powinna ulec pewnemu wzmocnieniu. Teza ta znajduje również potwierdzenie w rankingu systemów emerytalnych tworzonemu na podstawie wartości wskaźnika Melbourne Mercer Global Pension Index, którego poziom zwiększył się z 54,3 pkt. w 2018 r. do 57,4 pkt. w 2019 r., poprawiając pozycję Polski z 24. na 21. miejsce wśród 37 analizowanych krajów świata, a lokując ją za Szwajcarią (66,7 pkt.; 12 miejsce), Niemcami (66,1 pkt.; 13) i Francją (60,2 pkt.; 18), a przed Hiszpanią (54,7 pkt.; 24) i Włochami (52,2 pkt.; 28).

Należy mieć jednak świadomość, że dalszy rozwój segmentu funduszy i planów emerytalnych wymaga nie tyle zmian modelu funkcjonowania części kapitałowej systemu emerytalnego, co podjęcia szerokich działań mających na celu przeciwdziałanie niekorzystnym tendencjom w strukturze demograficznej społeczeństwa czy ukierunkowanych na podniesienie minimalnego poziomu wsparcia najbardziej potrzebujących emerytów, podniesienie poziomu oszczędności gospodarstw domowych lub zwiększenie poziomu wskaźnika aktywności zawodowej osób w starszym wieku. Bez aktywnego zaangażowania władz i instytucji publicznych w tym obszarze warunki funkcjonowania podmiotów z tego sektora rynku finansowego będą dalekie od optymalnych.

2.2.4. Pozostałe instytucje finansowe

W sektorze finansowym, obok instytucji bankowych, ubezpieczeniowych i emerytalnych, istnieje szereg wyspecjalizowanych podmiotów, które wprawdzie posiadają niewielki udział w aktywach sektora, ale pełnią wiele ważnych funkcji gospodarczych. Ze względu na dostępność danych analizie porównawczej poddano jedynie rynek firm prowadzących działalność leasingową, rynek działalności faktoringowej oraz rynek funduszy private equity/venture capital (PE/VC).

2.2.4.1. Firmy leasingowe

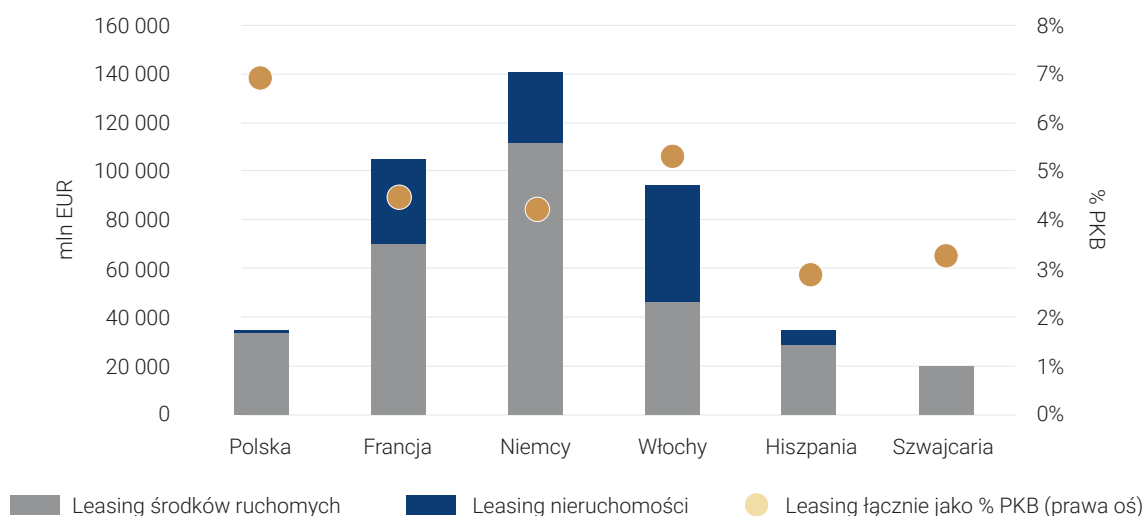
Według danych European Federation of Leasing Company Associations – Leaseurope, wartość oddanych w Polsce w leasing aktywów według stanu na koniec 2018 r. wyniosła 34,4 mld EUR (ok. 148 mld PLN). Wartość nominalna środków trwałych będących przedmiotem leasingu jest w każdym z porównywanych krajów kilkakrotnie wyższa niż w Polsce. Z kolei relacja wartości leasingowanych środków trwałych do PKB jest najwyższa w Polsce (niemal 7%) – w pozostałych krajach wskaźnik ten waha się w granicach od ok. 2,9% PKB w przypadku Hiszpanii do ok. 5,3% PKB w przypadku Włoch. Ta forma finansowania inwestycji cieszy się dużą popularnością polskich podmiotów niefinansowych, zwłaszcza mikro i małych przedsiębiorstw. Ogólnie ujmując, wynika ona w głównej mierze z uproszczonych procedur związanych z zawarciem umowy leasingu, brakiem zabezpieczeń

i z potencjalnie większych korzyści podatkowych w stosunku do kredytu bankowego.

W odróżnieniu od porównywanych krajów w Polsce znacząco niższy jest udział nieruchomości w aktywach oddanych w leasing. We Włoszech nieruchomości stanowią około 51% wartości ogółu oddanych w leasing aktywów, we Francji 34%, w Niemczech 21%, a w Hiszpanii 17% (zestawienie **Leaseurope** nie zawierało danych dla Szwajcarii). Luka rozwojowa w tym obszarze wskazuje na istniejący potencjał do dalszego rozwoju tego segmentu rynku w Polsce, a tym samym działających w jego ramach firm leasingowych, z których 66% to podmioty bankowych grup kapitałowych. Uwolnienie tego potencjału wymaga jednak wyeliminowania różnych barier, w szczególności lepszego dostosowania oferty dla małych i mikro przedsiębiorstw, które stanowią 71% klientów firm leasingowych.

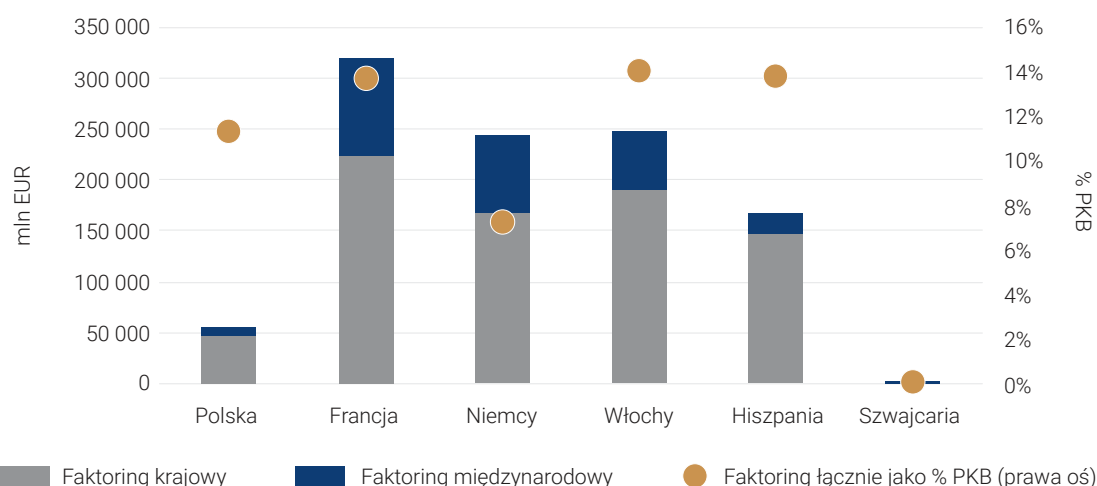
2.2.4.2. Firmy faktoringowe

Rynek usług faktoringowych rozwijał się w Polsce w latach 2011–2018 w średnim tempie 14% rocznie. Choć obrót wierzytelnościami faktoringowymi w ujęciu nominalnym systematycznie wzrasta, to w dalszym ciągu jego wartość jest kilkakrotnie niższa od wartości w krajach wysoko rozwiniętych (rys. 2.19.). Według danych Factors Chain International, którego członkiem jest Polski Związek Faktorów, wartość obrotów wierzytelnościami faktoringowymi w 2018 r. wynosiła w Polsce ok. 56,5 mld EUR, z czego 86% przypadało



Rys. 2.18. Wartość aktywów oddanych w leasing (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: European Federation of Leasing Company Associations



Rys. 2.19. Wartość obrotu wierzytelnościami faktoringowymi (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: Factors Chain International

na faktoring krajowy, a pozostała część na faktoring międzynarodowy. Faktoring krajowy jest też dominującą formą faktoringu we wszystkich analizowanych krajach rozwiniętych, chociaż udział faktoringu międzynarodowego jest nieco wyższy.

Biorąc pod uwagę wartość łącznych obrotów wierzytelnościami faktoringowymi w relacji do PKB, dysproporcje rozwojowe tego segmentu rynku pomiędzy krajami są znacznie mniejsze, a Polska ze wskaźnikiem na poziomie 11,4% PKB nie odbiega istotnie od średniej dla krajów wysoko rozwiniętych. Segmentem słabiej rozwiniętym jest faktoring międzynarodowy. Jego skala jest jednak pochodną potencjału eksportowego danego kraju oraz preferencji i siły podmiotów prowadzących wymianę handlową z przedsiębiorstwami zagranicznymi, które wpływają na skalę jego wykorzystywania jako narzędzia w finansowaniu międzynarodowych transakcji handlowych i ograniczania ryzyka z nimi związanego.

W strukturze podmiotowej rynku usług faktoringowych występują zarówno banki, jak i wyspecjalizowane spółki faktoringowe, w tym podmioty należące do grup bankowych. Biorąc pod uwagę dynamikę rozwoju tego segmentu usług finansowych w Polsce i skalę istniejącej luki rozwojowej (w ujęciu nominalnym) w stosunku do krajów wysoko rozwiniętych, zwłaszcza w segmencie faktoringu międzynarodowego, można się spodziewać dalszego rozwoju tego sektora, jak i wzrostu zaangażowania instytucji bankowych i niebankowych w działalność faktoringową. Akceleratorem wzrostu popularności

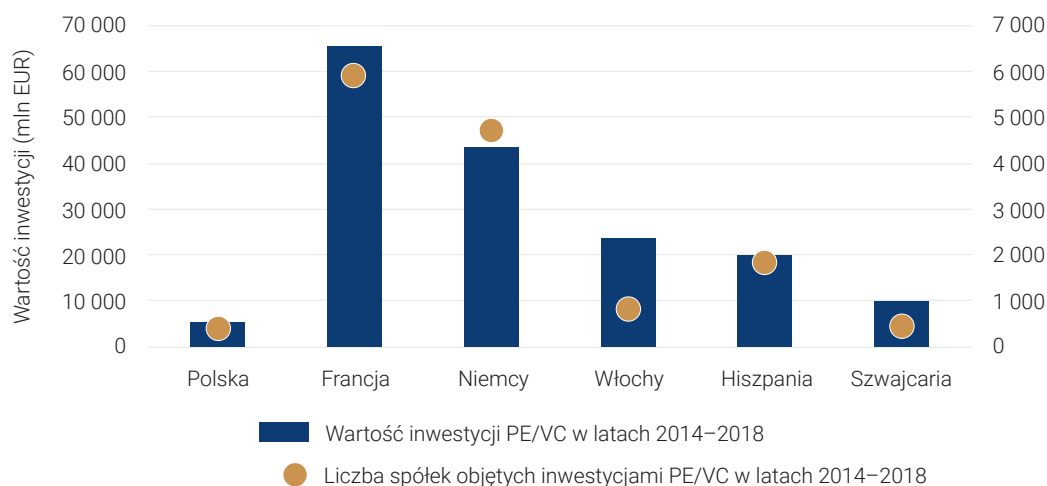
tej formy finansowania jest postępująca digitalizacja obiegu dokumentów handlowych i płatności, które umożliwiają rozwój platform i usług faktoringowych online.

2.2.4.3. Private equity/venture capital

Ważnym segmentem rynku finansowego jest rynek private equity/venture capital. Znaczenie tego rynku wynika przede wszystkim stąd, że jest to rynek kapitału w znacznym stopniu przeznaczonego dla przedsiębiorstw innowacyjnych, a równocześnie rynek podwyższonego ryzyka. Z tego względu rynek ten decyduje w dużej mierze o dynamice procesów innowacyjnych w poszczególnych gospodarkach. Dynamika procesów innowacyjnych w Europie jest znacznie niższa niż w USA czy Chinach, co w pewnym stopniu wynika z niedorozwoju adekwatnych mechanizmów finansowania tych procesów.

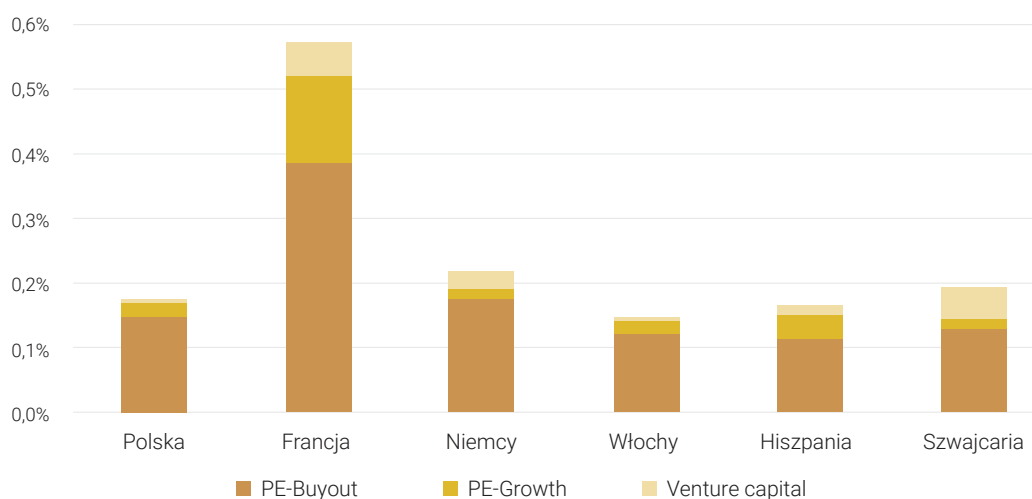
Według danych Invest Europe wartość inwestycji realizowanych przez fundusze private equity/venture capital w latach 2014–2018 w 28 krajach UE wyniosła łącznie 318,5 mld EUR, co stanowiło ok. 0,4% PKB. Inwestycje te objęły ponad 24,5 tys. podmiotów, a główną ich część (84%) stanowiły przedsiębiorstwa z sektora MŚP.

Z zaprezentowanych danych wynika, że istnieje wyraźna dysproporcja między Polską a porównywanymi wysoko rozwiniętymi krajami, zarówno pod względem wartości inwestycji, których te fundusze dokona-



Rys. 2.20. Łączna wartość inwestycji PE/VC (według lokalizacji spółki) i łączna liczba spółek portfelowych PE/VC w latach 2014–2018

Źródło: Invest Europe



Rys. 2.21. Wartość inwestycji PE/VC w relacji do PKB (średnia 2014–2018)

Źródło: Invest Europe

ły, jak i liczby spółek portfelowych, które zostały objęte przez te fundusze. Największym rynkiem była przy tym Francja, w której łączna wartość inwestycji dokonanych na rynku PE w okresie 2014–2018 stanowiła 0,58% PKB. W Polsce relacja ta wyniosła 0,18% i była wyższa jedynie w porównaniu do Włoch (0,16%).

W ujęciu szczegółowym, biorąc pod uwagę charakter realizowanych inwestycji, dominujący udział w rynku miały transakcje wykupu przedsiębiorstw (buyout). Z kolei finansowanie nastawione na wzrost lub przedsiębiorstwa we wczesnej fazie rozwoju miały mniejsze znaczenie. W przypadku Polski dane dotyczące funduszy venture capital (0,1% PKB) pokazują niedo-

rozwój tej formy inwestowania. Jest to szczególnie niekorzystne, gdyż realizowane przez nie projekty mają istotne znaczenie w poprawie innowacyjności całej gospodarki.

2.3. Instytucje obrotu instrumentami finansowymi

Jednym z najważniejszych elementów architektury rynków finansowych są instytucje obrotu instrumentami finansowymi, a w szczególności giełdy papierów wartościowych. Ogólnie ujmując, umożliwiają

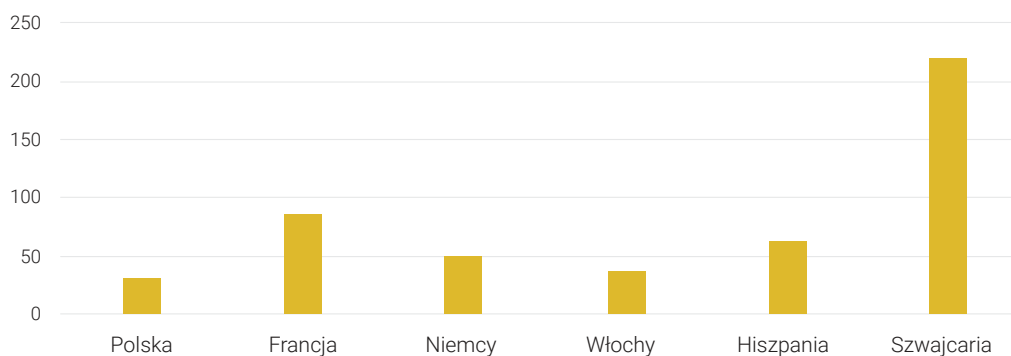


one spółkom pozyskiwanie kapitału w drodze emisji papierów udziałowych lub dłużnych, a instytucjom finansowym zarządzającym środkami powierzonymi przez inwestorów alokację zgromadzonych kapitałów w instrumenty finansowe o różnym profilu ryzyka i potencjale kreowania wartości.

Polski rynek giełdowy jest wyraźnie mniejszy od rynków giełdowych analizowanych krajów rozwiniętych. Według danych MFW, średnia kapitalizacja polskiej giełdy w latach 2015–2017 wynosiła 30,2% PKB i choć była tylko o ok. 6 punktów procentowych niższa niż we Włoszech, to już zdecydowanie więcej, bo o prawie 20 punktów procentowych od Niemiec, o 32 punkty procentowe od Hiszpanii, o 56 od Francji i aż o ok. 190 punktów procentowych od poziomu dla Szwajcarii (rys. 2.22.).

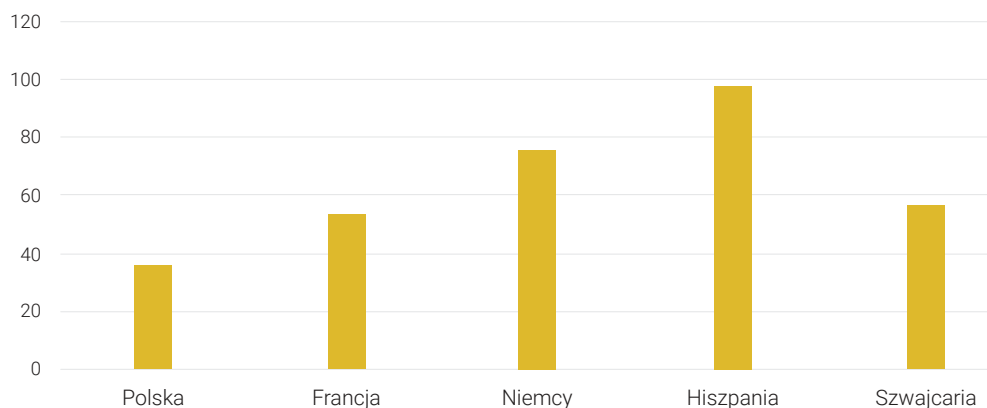
Widoczną słabością rynku giełdowego w Polsce była także jego niska efektywność mierzona wskaźnikiem wartości obrotów akcjami w relacji do średniej wartości kapitalizacji giełdy. W przypadku Polski wskaźnik ten w latach 2013–2017 wyniósł 37%, podczas gdy we Francji 53,1%, w Niemczech 75,8%, w Hiszpanii 98,0%, a w Szwajcarii 56,4%.

Ważnym wskaźnikiem informującym o kondycji, ale i atrakcyjności rynku kapitałowego jest liczba i wartość nowych emisji akcji (IPO). Pod tym względem, według danych PWC, Polska charakteryzuje się dość nietypową sytuacją, tzn. największą w stosunku do analizowanych krajów łączną liczbą spółek wprowadzonych w latach 2015–2018 do obrotu na GPW, a równocześnie najmniejszą skumulowaną wartością realizowanych w ramach IPO emisji, które były przeszło 3,3-krotnie niższe



Rys. 2.22. Kapitalizacja giełdy papierów wartościowych w relacji do PKB w % (średnia 2015–2017)

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy



Rys. 2.23. Wartość obrotu akcjami w relacji do kapitalizacji rynku (średnia 2013–2017), w %

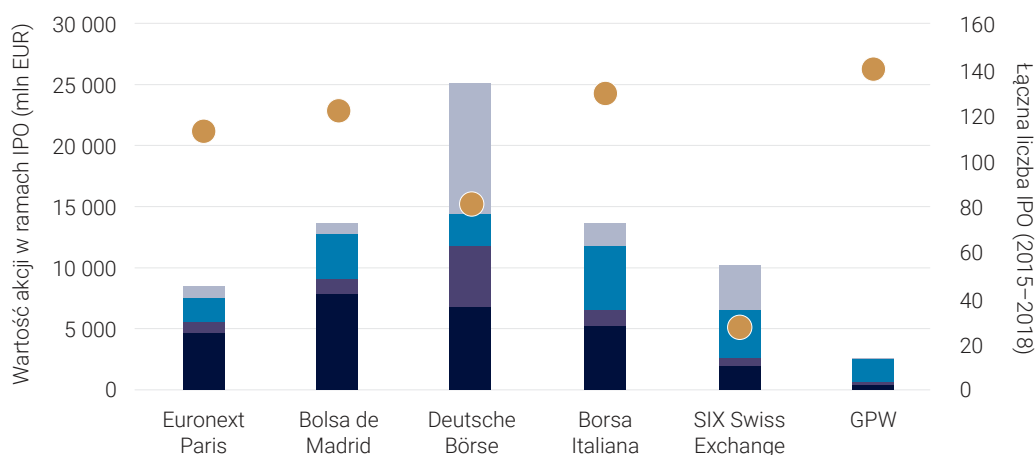
Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

aniżeli emisje na Euronext Paris i aż blisko 10-krotnie niższe aniżeli na Deutsche Börse (rys. 2.24.). Fakt ten ujawnia wyraźnie, że pod względem IPO polski rynek kapitałowy zdominowany jest głównie przez spółki małe. W 2018 r. średnia wartość pierwotnej oferty akcji na GPW spadła do 4,1 mln EUR (67,1 mln EUR w 2017 r.) i była ponad czterdzieści razy mniejsza niż średnia dla pięciu porównywanych rynków europejskich (164,8 mln EUR).

Dysproporcje w rozwoju instytucji obrotu są również widoczne w segmencie korporacyjnych papierów dłużnych. W Polsce rynek ten ma charakter marginalny, stanowiąc jedynie 0,2% PKB, podczas gdy w pozostałych krajach waha się od 1,8% PKB we Włoszech do około 3,8% PKB w Szwajcarii. Fakt ten wskazuje równocześnie na istotną lukę rynkową, która powinna zostać wyeliminowana w procesie konwergencji. Jedną z recept na przyspieszenie rozwoju tego segmentu mogłoby być wprowadzenie standardów co do obligatoryjnej oceny ratingowej poszczególnych emisji

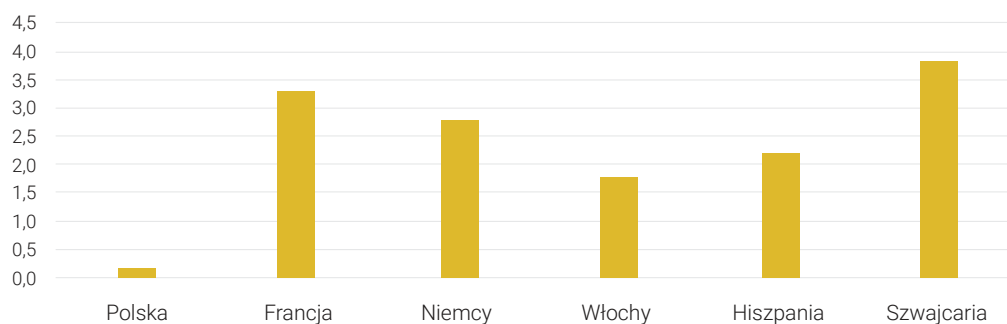
lub emitentów, a także zapewnienie inwestorom większej ochrony na wypadek upadłości emitenta poprzez ustanowienie standardów dla zabezpieczeń.

Analizując sytuację polskiego rynku giełdowego, warto także podkreślić niekorzystną strukturę własności spółek notowanych na GPW, zwłaszcza spółek o wysokiej kapitalizacji wchodzących w skład indeksu WIG20, w której dominują spółki kontrolowane przez państwo. W latach 2015–2020 (30 kwietnia 2020) poziom indeksu WIG20 zmniejszył się o 30%. Tylko indeks giełdy hiszpańskiej (IBEX35) zanotował podobny spadek (30%) oraz nieco mniejszy (7,5%) włoski (FTSE MIB). Indeksy giełdowe pozostałych krajów wzrosły w tym okresie od 1,5% (Swiss Market) do 10,6% (DAX). Szczególnie niekorzystne tendencje wykazywały kursy banków, w których pakiet kontrolny posiada Skarb Państwa (Pekao SA, PKO BP, Alior Bank), co negatywnie wpływa na całość sektora finansowego w Polsce, zdominowanego przez banki.



Rys. 2.24. Wartość i liczba IPO w latach 2015–2018

Źródło: PwC, IPO Watch Europe



Rys. 2.25. Długie papiery wartościowe przedsiębiorstw niefinansowych ogółem (% PKB) (średnia 2015–2017)

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy



Obszary rynków finansowych wymagające aktywizacji lub instytucjonalnego wzmocnienia

Różnice w zakresie poziomu instytucjonalnego rozwoju rynków finansowych pomiędzy Polską a krajami wysoko rozwiniętymi wskazują na główne obszary, które wymagają korekty lub aktywizacji, aby móc sprostać wyzwaniom, przed którymi stoi polska gospodarka i krajowy rynek finansowy. Implementacja niezbędnych działań i rozwiązań w tym zakresie powinna przyczynić się do przyspieszenia procesu konwergencji z systemami gospodarczymi krajów najbogatszych, a tym samym wyeliminowania istniejącej luki rozwojowej względem nich.

Aby zapewnić właściwy i dynamiczny rozwój rynku w kolejnych dekadach, potrzebna jest zarówno aktywizacja niedojrzałych, jak i uruchomienie dotychczas nieaktywnych jego segmentów, co automatycznie powinno przyczynić się do znaczącego powiększenia aktualnych zasobów aktywów finansowych, będących w dyspozycji instytucji finansowych oraz podmiotów niefinansowych. Realizacja tego działania wymaga wprowadzenia nowych instrumentów finansowych oraz rozwiązań instytucjonalnych w obszarze instytucji bankowych i niebankowych, a także rozwiązań w zakresie szeroko rozumianej infrastruktury prawnej funkcjonowania rynków. Do obszarów o szczególnym znaczeniu dla rozwoju rynków finansowych, a bezpośrednio lub pośrednio także i sfery realnej gospodarki, należy obszar związany z finansowaniem rynku nieruchomości, finansowaniem transformacji energetycznej i przemian środowiskowych, finansowaniem inwestycji infrastrukturalnych, modelami alternatywnego finansowania z wykorzystaniem fintech, czy związane ze wzmocnieniem infrastruktury prawnej dla procesów sekurytyzacyjnych.

3.1. Obszar finansowania rynku nieruchomości

3.1.1. Podmioty typu REIT

Podmioty typu REIT funkcjonują w niemal 40 krajach świata, specjalizując się w prowadzeniu działalności operacyjnej i inwestycyjnej na rynku nieruchomości komercyjnych lub mieszkaniowych (equity REITs), a także w finansowaniu inwestycji w nieruchomości w formie kredytów hipotecznych lub ich refinansowaniu w drodze nabywania papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie (mortga-

ge REITs). Posiadając specjalny status fiskalny, są atrakcyjną formą alokacji kapitału dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Poprzez istniejący zwykle wymóg notowania emitowanych przez nie udziałowych papierów wartościowych na rynku regulowanym, przyczyniają się do rozwoju rynku kapitałowego, zwłaszcza funkcjonujących w jego ramach instytucji niebankowych.

Kolebką REITs są Stany Zjednoczone, tam też działa najwięcej tego typu podmiotów, z kapitalizacją rynkową publicznych REITs wynoszącą w 2019 r. ok. 1 bln EUR. Charakterystyki rynku REIT w wybranych krajach z grupy porównawczej przedstawiono w tabeli 3.1.

W Polsce, mimo podjętej w ostatnich latach próby uchwalenia przepisów o firmach inwestujących w najem nieruchomości (FINN), działających w oparciu o ideę REIT, nie udało się jak dotychczas wprowadzić tej formuły prowadzenia działalności do krajowej przestrzeni prawno-gospodarczej. Wydaje się to niezrozumiałe, zwłaszcza w kontekście występujących deficytów rozwojowych, zarówno w obszarze lokalnego rynku nieruchomości (w szczególności segmentu mieszkań na wynajem), jak i rynku kapitałowego. Brak implementacji tego typu rozwiązania ogranicza równocześnie możliwości generowania dochodów i dywersyfikacji portfeli, zarówno inwestorów instytucjonalnych (w tym funduszy inwestycyjnych, emerytalnych i zakładów ubezpieczeń), jak i gospodarstw domowych zainteresowanych alokacją oszczędności w instrumenty finansowe o ekspozycji na rynek nieruchomości w horyzoncie długookresowym. Co ważne, uruchomienie tego segmentu rynku wymaga jednak podjęcia zdecydowanych działań przez władze publiczne. Nie mogą się one jednak sprowadzać wyłącznie do implementacji modelu REIT do porządku prawnego. Warunkiem efektywnego funkcjonowania podmiotów typu REIT jest bowiem stworzenie odpowiedniej infrastruktury prawnej dla funkcjonowania rynku najmu mieszkań, w szczególności najmu instytucjonalnego, który w Polsce stanowi niespełna 1% rynku najmu. Zakres koniecznych zmian powinien zatem dotyczyć szerokiego spektrum regulacji wpływających pośrednio lub bezpośrednio na wielkość i efektywność rynku najmu mieszkań, w tym przepisów z zakresu planowania przestrzennego, prawa budowlanego oraz ochrony lokatorów.

**Tab. 3.1.** Charakterystyki rynków REIT z wybranych krajów wysoko rozwiniętych (według stanu na koniec 2019 r.)

	Rok wprowadzenia	Liczba REITs	Kapitalizacja rynkowa (mln EUR)	Minimalny kapitał zakładowy (mln EUR)	Notowania na rynku giełdowym
Francja	2003	30	51 010	15	TAK
Niemcy	2007	5	4 241	15	TAK
Włochy	2007	3	966	40	TAK
Hiszpania	2009	71	22 954	5	TAK

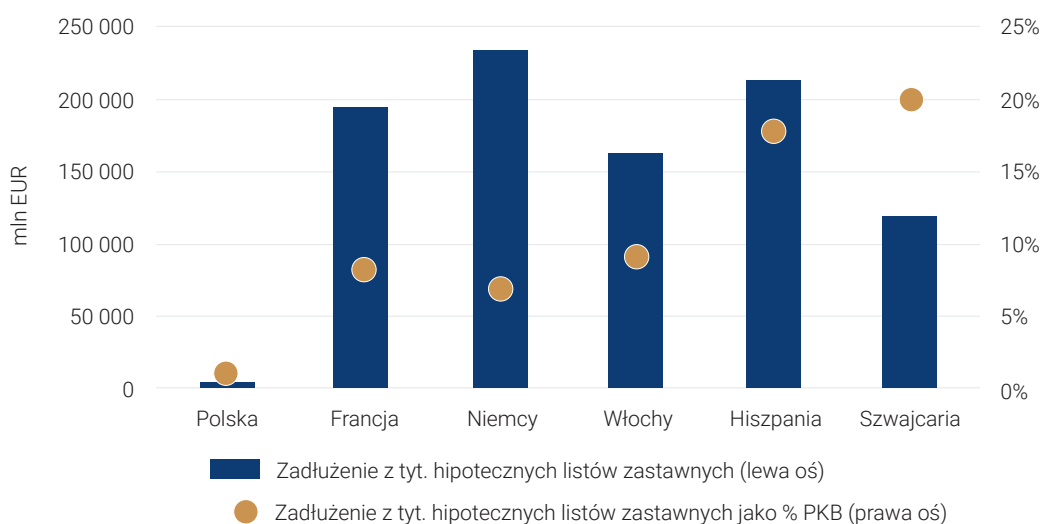
Źródło: European Public Real Estate Association, Global REIT Survey 2019

3.1.2. Hipoteczne listy zastawne

Hipoteczne listy zastawne są instrumentem o długiej tradycji na polskim rynku kapitałowym, jednak ze względu na istniejące bariery prawne i specyfikę funkcjonowania bankowych grup kapitałowych przez wiele lat rozwój rynku tych instrumentów był mocno ograniczony. Stopniowe wprowadzanie rozwiązań legislacyjnych zmierzających do ujednolicenia rynku emisji instrumentów zabezpieczonych na poziomie europejskim przyczynia się do wzrostu aktywności tego segmentu rynku w kraju. Według danych NBP wartość emisji hipotecznych listów zastawnych syste-

matycznie rośnie, a zadłużenie banków hipotecznych z tytułu przeprowadzonych w 2018 r. emisji w kraju i za granicą osiągnęło poziom 21,5 mld PLN, co stanowiło niespełna 1% wartości PKB. Luka rozwojowa w tym segmencie rynku jest szczególnie widoczna w porównaniu do krajów wysoko rozwiniętych (rys. 3.1.). Należy jednak pamiętać, że pełne porównanie wymaga także uwzględnienia różnic w modelach emisyjnych pomiędzy poszczególnymi krajami, mających wpływ na skalę plasowanych emisji i ich koszty.

Intensyfikacja rozwoju segmentu hipotecznych listów zastawnych w Polsce jest pożądana z kilku co

**Rys. 3.1.** Zadłużenie z tytułu listów zastawnych w mln EUR (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: European Covered Bond Council



najmniej powodów. Dzięki większej skali emisji tych instrumentów:

- poprawi się stopień dopasowania terminów aktywów i pasywów banków, umożliwiając większe pokrycie długoterminowych kredytów hipotecznych środkami z tytułu hipotecznych listów zastawnych, co automatycznie ograniczy ryzyko systemowe generowane przez sektor bankowy w tym zakresie,
- zwiększy się skala ich obrotu i znaczenie na rynku kapitałowym,
- zwiększą się możliwości alokacyjne niebankowych inwestorów instytucjonalnych,
- powstanie przestrzeń do wprowadzania nowych produktów bankowych o charakterze długoterminowym, w tym w szczególności kredytów mieszkaniowych o stałym oprocentowaniu.

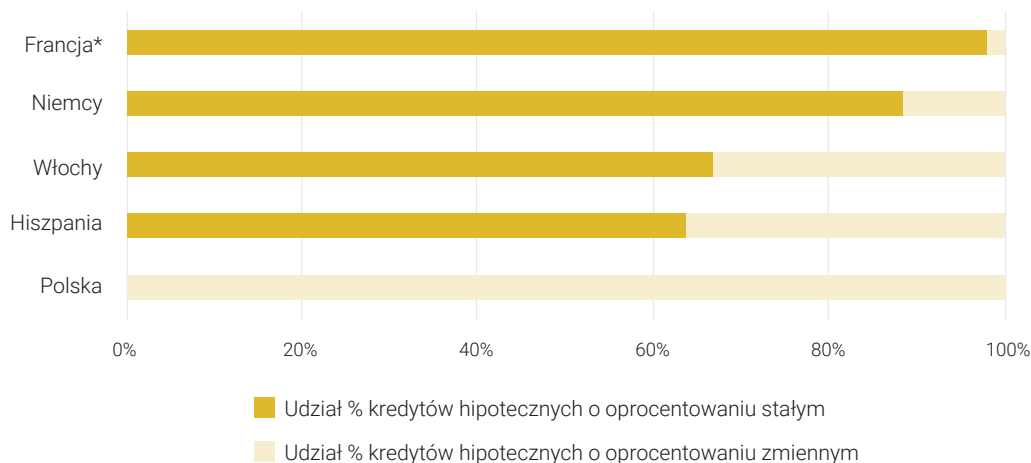
Mimo stopniowego ograniczania barier emisji listów zastawnych w Polsce (między innymi w wyniku nowelizacji ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych w 2016 r.), warunki dla rozwoju segmentu tego typu instrumentów finansowych wciąż nie są optymalne. Kwestiami problemowymi są między innymi ograniczenia oraz koszty transferu portfela wierzytelności hipotecznych z banku uniwersalnego do banku hipotecznego, kwestie podatkowe związane z przelewem wierzytelności, słabo rozwinięty rynek listów dla inwestorów indywidualnych i niska płynność ich obrotu na rynku Catalyst, a także poziom limitów inwestycyjnych dla niektórych niebankowych instytucji finansowych. Impulsem prorozwojowym mogłoby być stworzenie przestrzeni dla konsolidacji odpowiednio wystandaryzowanych wierzytelności hipotecznych z różnych banków (tzw. pooling), w celu zwiększenia potencjału danej emisji listów zastawnych. W środowisku niskich stóp procentowych zapewnienie względnej atrakcyjności listów zastawnych jako długoterminowych instrumentów finansowania działalności bankowej wymaga wdrożenia określonych stymulant, najlepiej ekonomicznych, zarówno dla banków, jak i klientów korporacyjnych i indywidualnych. Szczególnie w tym drugim przypadku zasadne byłoby wprowadzenie

rozwiązań systemowych, które zachęcałyby inwestorów do kierowania oszczędności na rynek aktywów długoterminowych w celu powiększania bazy kapitału emerytalnego.

Przyjmując jednak jako priorytet konieczność rozwiązania istniejącego od lat problemu strukturalnego związanego ze sposobem finansowania działalności kredytowej i niedopasowaniem terminowej struktury pasywów i aktywów banków uniwersalnych, należałoby podjąć działania, mające na celu głęboką modyfikację obecnego modelu funkcjonowania bankowości hipotecznej, który w praktyce okazał się mało efektywny. Docelowym rozwiązaniem w tym zakresie powinno być zatem albo całkowite przeniesienie działalności związanej z udzielaniem kredytów hipotecznych z banków uniwersalnych do banków hipotecznych, albo też przyznanie prawa do emisji listów zastawnych także bankom uniwersalnym. W pierwszym przypadku, zmiana modelu wymusiłaby jednak daleko idące zmiany w sposobie funkcjonowania i organizacji instytucji bankowych (np. rozbudowę sieci banków hipotecznych), a tym samym zwiększyła koszty ich działalności, przyczyniłaby się natomiast do istotnego zmniejszenia ryzyka systemowego. W drugim przypadku wyposażenie banków uniwersalnych w uprawnienia do emisji listów zastawnych stworzyłoby przestrzeń do zwiększenia skali, efektywności i elastyczności prowadzonej przez nie działalności bankowej, przy czym proces ten odbywałby się kosztem ograniczania roli banków hipotecznych w strukturze sektora bankowego. Decyzja co do głębokiej modyfikacji istniejącego modelu jest jednak niezbędna, biorąc pod uwagę konieczność dynamizacji rozwoju segmentu hipotecznych listów zastawnych w Polsce. Co ważne, wprowadzenie zmian w tym zakresie wymaga nie tylko implementacji odpowiednich rozwiązań prawno-organizacyjnych, ale także dostosowania infrastruktury całego systemu finansowego i jego poszczególnych uczestników do absorpcji zwiększonej podaży instrumentów długoterminowych.

3.1.3. Kredyty o stałym lub częściowo stałym oprocentowaniu

Znowelizowana rekomendacja S, wydana przez Komisję Nadzoru Finansowego w grudniu 2019 r. wskazuje na konieczność posiadania przez banki w ofercie kredytów zabezpieczonych hipotecznie na nieruchomościach mieszkalnych dla klientów detalicznych kredytów oprocentowanych stałą



Rys. 3.2. Udział kredytów hipotecznych o stałej stopie procentowej w kredytach hipotecznych ogółem w 2018 r.

Uwagi: *) dla Francji – udział nowo udzielonych kredytów hipotecznych w 2018 r.

Źródło: European Mortgage Federation, Hypostat 2019

stopą procentową lub okresowo stałą stopą procentową. Jak dotychczas, instrumenty te nie były praktycznie oferowane na rynku krajowym. Według danych European Mortgage Federation (EMF) udział kredytów hipotecznych o stałej stopie procentowej w puli kredytów hipotecznych w Polsce jest najniższy wśród krajów europejskich objętych analizą. W krajach wysoko rozwiniętych z grupy porównawczej kredyty o oprocentowaniu stałym są dominującą formą zobowiązań hipotecznych, a ich średni udział w strukturze kredytów hipotecznych wynosi niemal 80% (rys.3.2.).

Należy mieć świadomość, że przestawienie oferty banków w zakresie kredytów hipotecznych na produkty o stałym lub częściowo stałym oprocentowaniu wymaga pewnego czasu i musi iść w parze z dynamizacją rozwoju segmentu długoterminowych instrumentów dłużnych i zwiększaniem płynności ich obrotu. Wymaga także odpowiedniego dostosowania infrastruktury dla sekurytyzacji wierzytelności kredytowych oraz rynku instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem stopy procentowej. Osiągnięcie tych celów nie jest jednak możliwe bez zmiany podejścia banków do kreowania przez nie finansowania, które w większym stopniu powinno być oparte na źródłach długoterminowych, jak i bez większego zaangażowania państwa w kształtowanie pożądanej struktury produktów bankowych oferowanych podmiotom prywatnym, zwłaszcza klientom indywidualnym. Ze względu na duże opóźnienia w uruchomieniu tej grupy produktowej zasadne może też być wprowadzenie, przynajmniej w początkowej fazie rozwoju, rozwiązań o charak-

terze stymulacyjnym, zarówno dla strony podażowej, jak i popytowej rynku. W pierwszym przypadku mogłyby one przybrać formę ulg z tytułu podatku bankowego od tego typu aktywów, niższych buforów ryzyka systemowego lub buforów dla instytucji o znaczeniu systemowym stosowanych w ramach polityki makroostrożnościowej czy preferencyjnych wag ryzyka. W drugim natomiast przypadku adekwatnym instrumentem mogłyby być zachęty fiskalne dla kredytobiorców, zwłaszcza tych nabywających pierwszą nieruchomość na zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych, które stanowiłyby formę swoistej rekompensaty za podwyższone koszty oprocentowania w stosunku do kredytów o zmiennej stopie procentowej.

3.1.4. Agencja rynku wtórnego kredytów hipotecznych

Jedną z najważniejszych strukturalnych cech polskiego rynku finansowego jest słaby poziom rozwoju rynku transakcji sekurytyzacyjnych. Zarówno jego rozmiary, jak i płynność są relatywnie małe. Dla zdynamizowania rozwoju tego segmentu rynku konieczne wydaje się stworzenie instytucji operującej na rynku wtórnym kredytów hipotecznych. Instytucja taka mogłaby skupować kredyty hipoteczne i udzielać ich poręczeń. Zakupione kredyty, czy też całe portfele kredytów hipotecznych, stanowiłyby zabezpieczenie długoterminowych instrumentów dłużnych emitowanych przez agencję. Sektor bankowy, sprzedając część portfela kredytów hipotecznych, uwolniłby zaangażowane środki

pieniężne, które następnie służyłyby zwiększaniu akcji kredytowej. Emisja długoterminowych papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (ang. mortgage-backed securities, MBS) stanowiłaby główną formę pozyskiwania finansowania przez tę agencję. W celu zapewnienia dużej skali długoterminowego taniego finansowania w stosunkowo krótkim czasie niezbędna byłaby aktywność skarbu państwa. Jeżeli papiery wartościowe emitowane przez agencję miałyby pewnego rodzaju gwarancje skarbu państwa lub sama agencja byłaby stworzona przez państwo, pozostawałaby podmiotem państwowym lub z udziałem skarbu państwa, koszt pozyskiwania kapitału powinien być relatywnie niski. Dla inwestorów zainteresowanych papierami wartościowymi o długim terminie zapadalności, m.in. funduszy emerytalnych czy zakładów ubezpieczeniowych, byłaby to bardzo bezpieczna forma inwestycji. Instrumenty zabezpieczone byłyby portfelem kredytów hipotecznych, a ich emisja przeprowadzana byłaby przez podmiot powiązany ze skarbem państwa. Mogłaby istnieć bezpośrednia gwarancja skarbu państwa lub co najmniej domniemanie, że jeżeli skarb państwa jest współwłaścicielem lub wyłącznym właścicielem agencji, to prawdopodobieństwo jej upadłości jest niskie. W tym zakresie można by się wzorować na rozwiązaniach rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych.

Na rynku amerykańskim działają przedsiębiorstwa sponsorowane przez skarb państwa Stanów Zjednoczonych, takie jak Federal National Mortgage Association (FNMA, potocznie nazywana Fannie Mae) oraz The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, potocznie nazywana Freddie Mac). Agencje zostały powołane w celu wspierania gospodarstw domowych przy zakupie nieruchomości, zwiększania płynności rynku kredytów hipotecznych oraz stworzenia ich rynku wtórnego. Agencje te są zwolnione z szeregu podatków na poziomie lokalnym, jak i stanowym. Chociaż instrumenty te nie są zabezpieczone przez skarb państwa, a przez większość czasu agencje funkcjonowały jako prywatne przedsiębiorstwa, to istnieje domniemanie, że skarb państwa nie pozwoli na ich upadłość w sytuacji zaistnienia takiego ryzyka. Dzięki temu agencje te są w stanie skupować kredyty hipoteczne, finansując zakupy nisko oprocentowanymi długoterminowymi papierami wartościowymi. Warto przypomnieć, że założenie o niskim ryzyku upadłości obu podmiotów zostało pozytywnie zweryfikowane w trakcie globalnego kryzysu finansowego w roku 2008, którego

początek miał miejsce właśnie na rynku kredytów hipotecznych. Skarb państwa przejął w tym czasie kontrolę nad oboma podmiotami i zapewnił im niezbędne finansowanie. W kolejnych latach spółki z wypracowanego zysku zwróciły całą udzieloną pomoc publiczną.

Problemy agencji Fannie Mae oraz Freddie Mac w okresie kryzysu na rynku kredytów hipotecznych pozwalają na wyciągnięcie szeregu wniosków istotnych w przypadku rozwoju podobnych instytucji na rynku polskim. Nie ulega wątpliwości, że tego typu instytucje wymagają bardzo silnej kontroli ze strony instytucji regulacyjnych. Wynika to z założenia o domniemanej lub potwierdzonej przepisami prawa gwarancji wypłacalności zapewnionej przez skarb państwa. W takim wypadku organ nadzorujący powinien mieć szerokie kompetencje kontrolne, jak również prawo do określania wymagań kapitałowych w zależności od posiadanych przez agencję aktywów. Portfel inwestycyjny takiej instytucji musiałby również podlegać ścisłemu uregulowaniu, aby uniknąć sytuacji podobnej jak w Stanach Zjednoczonych. Niskiej jakości aktywa finansowe, między innymi o zaniżonym poziomie ryzyka i zawyżonym ratingu inwestycyjnym, doprowadziły opisywane wyżej agencje na skraj upadku i zmusiły rząd Stanów Zjednoczonych do przejęcia nad nimi kontroli. Jednym z ograniczeń w zakresie polityki inwestycyjnej powinien być zakaz inwestowania w kredyty hipoteczne o zwiększonym ryzyku (tzw. *subprime*). Agencja nie mogłaby skupować kredytów hipotecznych o wysokim poziomie wskaźnika LTV (ang. *loan to value*) lub w przypadku niskiego wkładu własnego kredytobiorcy, taki wkład wymagałby dodatkowego ubezpieczenia. Dzielenie ryzyka na kilka podmiotów zwiększałoby bezpieczeństwo samej agencji. Kolejnym elementem, zwiększającym stabilność proponowanego podmiotu, są podwyższone wymagania kapitałowe w stosunku do pozostałych uczestników sektora finansowego. Dodatkowo można by uregulować politykę dywidendową proponowanej instytucji określającą górną granicę dywidendy, jaką agencja mogłaby wypłacać swoim właścicielom z wypracowanego zysku. Pozostała część zysku zostałaby zatrzymana w spółce i zasilaby kapitał własny. Na dalszym etapie rozwoju rynku i wraz ze wzrostem aktywów należałoby rozważyć kontrolowanie jej wielkości. Miałoby to na celu uniknięcie sytuacji, w której agencja generowałaby zbyt duże ryzyko systemowe. W związku z tym można by rozważyć powołanie do życia kilku instytucji o tym profilu



działalności. Wszystkie proponowane rozwiązania, zwiększające bezpieczeństwo omawianej instytucji, można stosować łącznie lub skoncentrować się tylko na kilku z nich.

3.2. Obszar finansowania inwestycji infrastrukturalnych

3.2.1. Fundusze infrastrukturalne

Inwestycje infrastrukturalne wymagają dużych nakładów kapitałowych, które często przekraczają możliwości finansowe budżetu państwa, jednostek samorządowych czy innych podmiotów publicznych odpowiedzialnych za ich rozwój. W takim przypadku, budowa autostrad, mostów, linii kolejowych, lotnisk, a nawet szkół, więzień, parków czy szpitali może być realizowana z wykorzystaniem środków prywatnych, zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych, emerytalnych, ubezpieczeniowych, podmiotach typu REIT czy wyspecjalizowanych funduszach infrastrukturalnych (np. private equity). Zwrot nakładów z inwestycji infrastrukturalnych dla podmiotów prywatnych pochodzi (bezpośrednio lub pośrednio) z przychodów operacyjnych generowanych przez wytworzone aktywa infrastrukturalne (np. z tytułu opłat za przejazd autostradą) lub płatności z budżetu rozłożonych na długi okres.

W krajach wysoko rozwiniętych ta formuła realizacji inwestycji infrastrukturalnych cieszy się rosnącą popularnością. Według raportu Prequin (2020), w czerwcu 2019 r. swoje ekspozycje na aktywa infrastrukturalne posiadało ponad 4000 inwestorów instytucjonalnych, a łączna wartość zarządzanych przez nie aktywów infrastrukturalnych wyniosła ok. 582 mld USD. Na rynku europejskim, według Prequin (2015), w latach 2010–2015 dominowały w tym obszarze podmioty z Wielkiej Brytanii (z 33% udziałem w rynku), Szwajcarii (12%), Niemiec (10%), Holandii (9%), Włoch (6%) i Francji (5%), zaś w strukturze inwestycji infrastrukturalnych – inwestycje w odnawialne źródła energii (średnio 44% nakładów), inne aktywa związane z energetyką (30%), obiekty infrastruktury socjalnej (14%), infrastrukturę transportową (6%) i inne aktywa (6%).

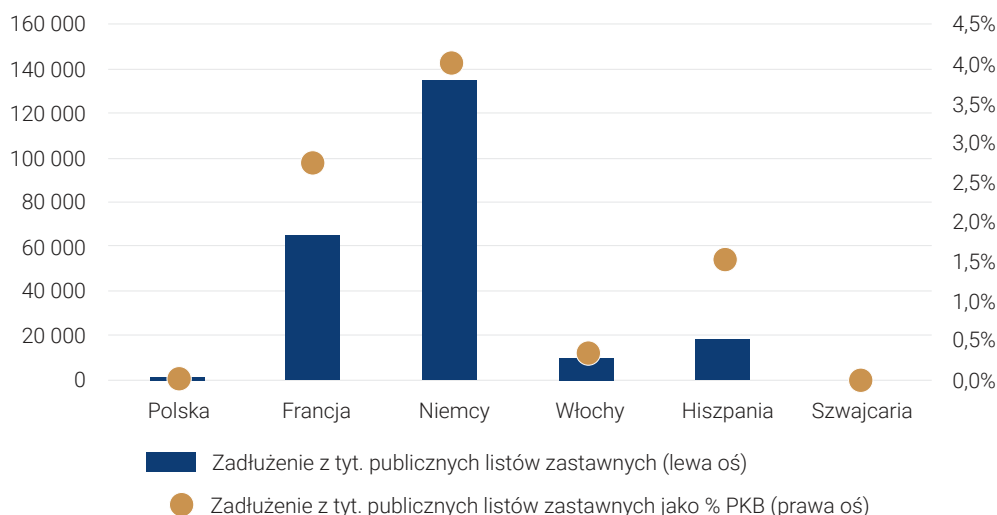
W Polsce inwestycje infrastrukturalne są domeną państwa (na szczeblu centralnym lub samorządowym), a jedną z instytucji powołanych do ich realizacji jest Polski Fundusz Rozwoju, który według

informacji dostępnych na stronie internetowej PFR (w dniu 05-04-2020) od momentu swojego powstania w 2016 r. zaangażował się jak na razie w trzy inwestycje infrastrukturalne (utworzenie spółki Rail Capital Partners, zajmującej się wynajmem lokomotyw Pesa, budowę bloku energetycznego w elektrowni w Jaworznie, zakup spółki PKL SA). Biorąc pod uwagę skalę zapóźnień w obszarze stanu technicznego infrastruktury krajowej, a także niską efektywność podmiotów państwowych w realizacji inwestycji infrastrukturalnych, zaangażowanie podmiotów i środków prywatnych, w tym wyspecjalizowanych funduszy infrastrukturalnych, wydaje się nieodzowne dla sprawnego przeprowadzenia modernizacji infrastruktury w Polsce.

3.2.2. Publiczne listy zastawne

Przeprowadzenie procesu modernizacji oraz rozbudowy infrastruktury technicznej i transportowej kraju wymaga zbudowania szerokiej bazy finansowania dla inwestycji realizowanych przez podmioty sektora publicznego, w szczególności jednostki samorządu terytorialnego. Jednym z instrumentów wykorzystywanym powszechnie w tym celu w krajach wysoko rozwiniętych, zwłaszcza w Niemczech oraz Francji, są publiczne listy zastawne. W Polsce mogą być one emitowane przez banki hipoteczne, stąd ze względu na dotychczas niską aktywność tego segmentu rynku wielkość zadłużenia z tytułu ich emisji ma charakter symboliczny. Należy się jednak spodziewać, że w miarę poprawy warunków dla reemisji oraz rosnącej roli banków hipotecznych w finansowaniu podmiotów publicznych, ich znaczenie w strukturze instytucjonalnej rynków finansowych będzie rosło. Jedną z przesłanek, stojących za takim twierdzeniem, jest nie tylko duże zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych nowymi i bezpiecznymi produktami o wysokim zabezpieczeniu, ale także fakt wykorzystywania tego typu instrumentów w programach skupu aktywów prowadzonych przez instytucje monetarne.

Wzrost znaczenia i skali wykorzystania listów publicznych mógłby nastąpić szybciej, jeżeli zostałyby wdrożone rozwiązania służące upowszechnieniu finansowania inwestycji publicznych, w tym samorządowych, z kredytów udzielanych przez banki hipoteczne. Podobnie jak w przypadku listów hipotecznych, również w tym przypadku wprowadzenie rozwiązań stymulujących do przenoszenia działalności związanej z udzielaniem kredytów in-



Rys. 3.3. Zadłużenie z tytułu emisji publicznych listów zastawnych (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: European Covered Bond Council

westycyjnych, zwłaszcza średnio- i długoterminowych, na rzecz podmiotów publicznych z banków uniwersalnych do hipotecznych przyczyniłoby się do poprawy struktury finansowania działalności bankowej.

tecznego o łącznej wartości 500 mln PLN (2019 r.), emisję dokonaną przez ING Bank Hipoteczny o wartości 400 mln PLN (2019 r.) czy emisję spółki Cyfrowy Polsat na kwotę 1 mld PLN (2020 r.). W przypadku obu wymienionych banków hipotecznych emisje dotyczyły de facto „zielonych” listów zastawnych.

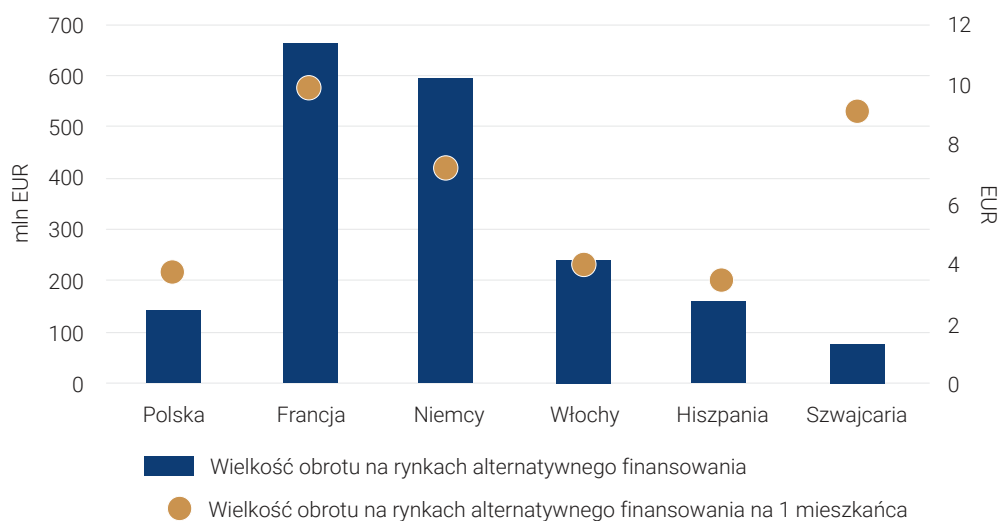
3.2.3. Zielone obligacje

Według szacunków Polskiego Funduszu Rozwoju z 2019 r. do przeprowadzenia w ciągu dekady transformacji energetycznej w Polsce w kierunku gospodarki niskoemisyjnej, rozumianej jako osiągnięcie poziomu 31% udziału odnawialnych źródeł energii (OZE) w polskim miksie energetycznym, potrzeba około 300 mld PLN, a 70% tej kwoty ma zostać sfinansowane przez instytucje finansowe. Instrumentem o szczególnym potencjale w tym obszarze są tzw. zielone obligacje. Ich emitentami mogą być instytucje publiczne lub przedsiębiorstwa prywatne, zaś środki z ich emisji muszą być przeznaczone na finansowanie lub refinansowanie ściśle określonych projektów prośrodowiskowych, co jest przedmiotem monitoringu i okresowego raportowania. Wielkość emisji zielonych obligacji na rynku europejskim, według danych Komisji Europejskiej, wyniosła w 2019 r. 255 mld EUR. Również Polska ma za sobą pierwsze pozytywne doświadczenia w emisji tego typu papierów wartościowych, w tym dwie emisje Ministerstwa Finansów (2016 i 2018), w których pozyskano 1,8 mld EUR, dwie emisje PKO Banku Hipo-

Specyficzne warunki w zakresie emisji obligacji zielonych, jak i skala wyzwań związanych z transformacją energetyczną i potrzebą adaptacji do zachodzących zmian klimatycznych sprawiają, że instrumenty te będą cieszyć się rosnącym zainteresowaniem zarówno wśród potencjalnych emitentów (w tym banków, korporacji, jednostek samorządowych, władz publicznych), jak i inwestorów, głównie instytucjonalnych.

3.3. Obszar alternatywnego finansowania z wykorzystaniem fintech

Nowe technologie zmieniają sposób funkcjonowania we wszystkich sferach życia społeczno-gospodarczego, w tym w zakresie pozyskiwania finansowania na realizację projektów biznesowych. Według danych Cambridge Centre for Alternative Finance (2019), spośród wykorzystywanych w praktyce 14 modeli alternatywnego finansowania, najwięk-

**Rys.3.4.** Wartość rynków alternatywnego finansowania online w 2017 r. (14 modeli)

Źródło: Cambridge Centre for Alternative Finance (2019), *European Alternative Finance Report, 4th ed.*

szy udział na rynku europejskim w 2017 r. miał segment pożyczek społecznościowych P2P o wartości około 1,4 mld EUR (41%), obrotu wierzytelnościami – 536 mln EUR (16%), pożyczek społecznościowych dla biznesu – 467 mln EUR (14%), crowdfundingu dla inwestycji w nieruchomości – 259 mln EUR (8%) i crowdfundingu udziałowego – 211 mln EUR (6%). Należy zauważyć, że pod względem wielkości rynku alternatywnego finansowania online (14 modeli), Polska z obrotami o wartości ok. 142 mln EUR w 2017 r., choć odbiega jeszcze wyraźnie od takich krajów, jak Niemcy czy Francja, to zbliża się do wartości notowanych na rynkach Włoch i Hiszpanii. Co ciekawe, przekracza nawet poziom Szwajcarii, odbiegając jednakże od niej w wartości obrotów w przeliczeniu na jednego mieszkańca.

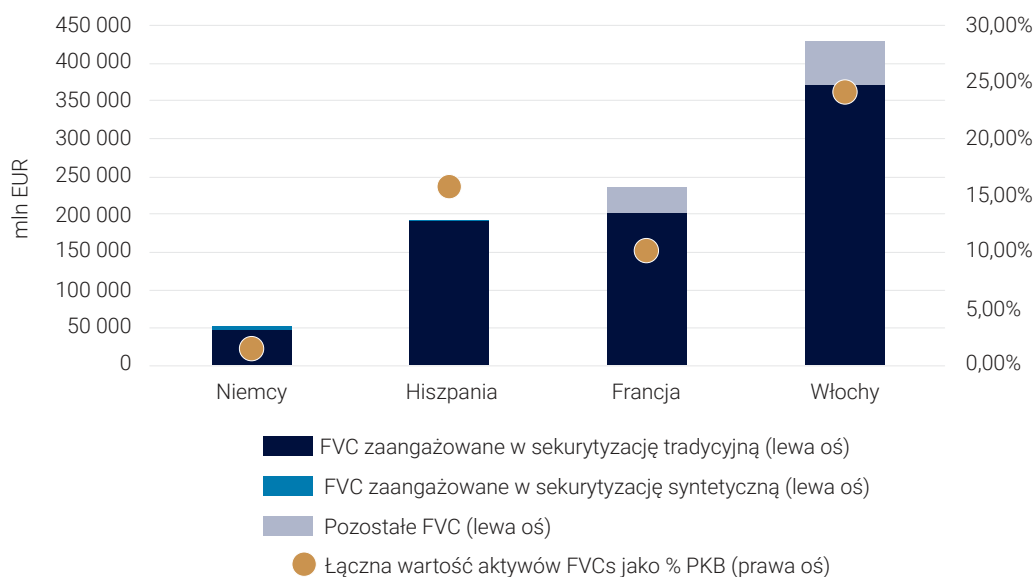
Nie ulega wątpliwości, że znaczenie rynków alternatywnego finansowania w strukturze rynków finansowych będzie wzrastać w kolejnych latach. Zgodnie z przyjętą przez Komisję Europejską w 2018 r. strategią na rzecz europejskiego rozwoju branży fintech (tzw. FinTech Action Plan) ich rozwój jest bowiem ważnym elementem procesu digitalizacji usług finansowych i poprawy efektywności systemu finansowego. Prawidłowe funkcjonowanie tej przestrzeni wymaga jednak stworzenia odpowiedniej infrastruktury prawnej oraz zaangażowania instytucji nadzorujących rynek w proces monitorowania oraz rejestrowania przeprowadzanych na nim transakcji.

3.4. Obszar sekurytyzacji

Sekurytyzacja jest ważnym elementem dobrze funkcjonujących rynków finansowych, umożliwiającym poprawę płynności instytucji finansowych, powiększenie możliwości inwestycyjnych dla inwestorów, szerszy rozkład ryzyka sektora finansowego, a w konsekwencji wzrost potencjału instytucji finansowych do finansowania potrzeb sfery realnej gospodarki. Na mocy Rozporządzenia 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) wprowadzone zostały na poziomie europejskim rozwiązania ustanawiające ogólne ramy dla sekurytyzacji oraz szczególne ramy dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji. Proces wprowadzania kompleksowych regulacji w tym zakresie nie jest jeszcze zakończony, stąd należy się spodziewać, co jest intencją władz europejskich, że finalnie pozwolą one na stworzenie warunków dla szybszego rozwoju tego segmentu rynku w całej Europie, w tym także w Polsce.

Zgodnie ze standardami klasyfikacyjnymi EBC na rynku usług sekurytyzacyjnych funkcjonują tzw. Financial Vehicle Corporations (FVC). Do grupy tej należą podmioty, spełniające dwa kryteria, tj.:

- zamierzające dokonać lub dokonujące jednej lub większej liczby transakcji sekurytyzacyj-



Rys. 3.5. Wartość aktywów podmiotów typu FVC (według stanu na koniec 2018 r.)

Źródło: Europejski Bank Centralny

nych i będące chronione przed ryzykiem upadłości inicjatora lub jakimkolwiek innymi przypadkami niewywiązywania się przez inicjatora ze zobowiązań;

- emitujące lub zamierzające wyemitować papiery wartościowe, certyfikaty inwestycyjne funduszy sekurytyzacyjnych, pozostałe instrumenty dłużne lub pochodne instrumenty finansowe lub posiadające bądź mogące posiadać – w sensie prawnym lub ekonomicznym – aktywa wystawione na sprzedaż w ofercie publicznej lub sprzedane w ofercie prywatnej, które stanowią podstawę dla emisji papierów wartościowych, certyfikatów inwestycyjnych funduszy sekurytyzacyjnych, pozostałych instrumentów dłużnych lub finansowych instrumentów pochodnych.

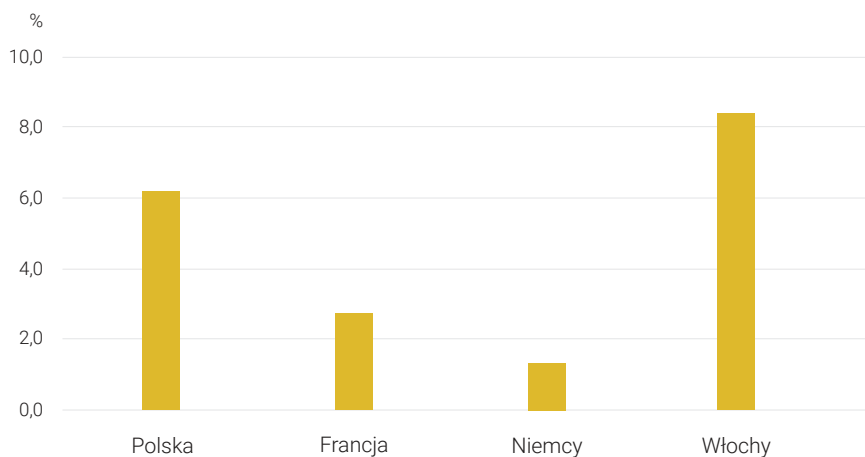
Według danych EBC, największym rynkiem podmiotów sekurytyzacyjnych typu FVC w 2018 r. były Włochy, gdzie wartość zgromadzonych w nich aktywów w relacji do PKB stanowiła 24,2%. Działalność podmiotów sekurytyzacyjnych była również popularna w Hiszpanii (15,8% PKB) i we Francji (10,10% PKB), choć przy równocześnie wyraźnie niższej od rynku włoskiego wartości aktywów w ujęciu nominalnym. Najmniejszy rynek podmiotów sekurytyzacyjnych był natomiast w Niemczech, gdzie stanowił 1,5% PKB. We wszystkich krajach, dominującą formą sekuryty-

zacji jest sekurytyzacja tradycyjna, natomiast sekurytyzacja syntetyczna ma znaczenie marginalne.

3.5. Obszar zarządzania kredytami zagrożonymi (NPL)

Jednym ze sposobów wzmacniania akcji kredytowej przez sektor bankowy jest rozwiązanie problemu tzw. złych kredytów lub kredytów zagrożonych (non-performing loans – NPL). Udział kredytów zagrożonych do kredytów ogółem oscylował w ostatniej dekadzie pomiędzy 6% a 8%. W najbliższym czasie problem ten będzie miał jednak coraz większe znaczenie ze względu na oczekiwaną recesję gospodarczą wywołaną pandemią koronawirusa, co spowoduje trudności przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych z obsługą zadłużenia w bankach.

Banki powinny mieć możliwość sprzedaży części swojego portfela kredytowego na rynku lub bezpośrednio do instytucji stworzonej do skupowania kredytów zagrożonych. Strategie zarządzania problemem kredytów zagrożonych przewidują kilka możliwości postępowania. Jedną z nich jest stworzenie programu ochrony aktywów (Asset Protection Scheme), jednak wymaga on zaangażowania sektora publicznego. Kolejną możli-



Rys. 3.6. NPL – kredyty zagrożone (% udział w kredytach ogółem) w 2018 r.

Źródło: Europejski Bank Centralny

wością jest przeprowadzanie transakcji sekurytyzacyjnych. Istnieje również możliwość tworzenia podmiotów typu AMC (Asset Management Company). Nowo powstały podmiot mógłby skupować, po ich wartości rynkowej, portfel kredytów zagrożonych od banków. Taki podmiot mógłby zostać

utworzony przez grupę banków i działać w pełni komercyjnie. Finansowanie jego działalności odbywałoby się dzięki emisji obligacji. Istnieje również możliwość zaangażowania skarbu państwa jako współudziałowca takiego przedsiębiorstwa i gwaranta emitowanych przez AMC obligacji.



Konsekwencje niedostatków w poziomie rozwoju struktury instytucjonalnej rynku finansowego w Polsce



Sprawny system finansowy gospodarki jest niezbędny dla prawidłowego funkcjonowania zarówno sfery realnej gospodarki, jak i procesów finansowych. Głównym jego zadaniem jest mobilizacja oszczędności niezbędnych do finansowania procesów rozwojowych gospodarki. Sprawny system finansowy umożliwia efektywną alokację zasobów w gospodarce, kierowanie ich do tych zastosowań, w których mogą być najefektywniej wykorzystane. Koniecznym warunkiem tej sprawności jest istnienie skutecznego mechanizmu regulowania płynności podmiotów gospodarczych. W warunkach postępującego kryzysu związanego z pandemią koronawirusa zapewnienie płynności podmiotom gospodarczym jest w chwili obecnej najważniejszym zadaniem. Jeżeli system bankowy nie zapewni dopływu płynnych środków do przedsiębiorstw, to zasięg oraz skutki tego kryzysu będą szybsze i bardziej dotkliwe dla gospodarki. Z drugiej strony, sprawny system finansowy powinien zapewnić zróżnicowane możliwości lokowania oszczędności, spełniające wymagania oszczędzających co do stopy zwrotu oraz ryzyka inwestycji. Tylko taki system może skutecznie zwiększać skłonność do oszczędzania, niezbędną dla dalszego rozwoju polskiej gospodarki. Niska stopa oszczędności staje się jedną z barier tego wzrostu.

Polski system finansowy jest przede wszystkim oparty na instytucjach bankowych. Od początku transformacji systemowej banki odgrywały najważniejszą rolę w finansowaniu gospodarki. Sukcesy polskiej gospodarki w trakcie ostatnich 30 lat nie byłyby możliwe bez sprawnego systemu bankowego. Polski sektor bankowy należy do tych segmentów rynku finansowego, który najwcześniej przystąpił do przekształceń, a jego obecny poziom techniczny, organizacyjny, kadrowy dorównuje systemom bankowym wysoko rozwiniętych krajów. Równocześnie jednak od kilku lat sektor bankowy poddawany jest niekorzystnym zmianom regulacyjnym, które zmniejszają jego rentowność, a w konsekwencji możliwości rozwojowe. W trakcie ostatniej dekady rentowność sektora bankowego wykazywała tendencję spadkową. Spadek rentowności pogłębił się po wprowadzeniu w roku 2016 podatku bankowego. Spadek rentowności zmniejsza zainteresowanie inwestorów zwiększaniem kapitału sektora bankowego, niezbędnego dla sprostania potrzebom rozwojowym polskiej gospodarki przy zaostrzaniu regulacji dotyczących współczynników adekwatności kapitałowej. Równocześnie, także w wyniku niekorzystnych dla sektora bankowego regulacji, następuje zmiana struktury dochodów i wyników banków. Udział w wyniku finansowym wyników z tytułu opłat i prowizji zmniejsza się na rzecz wyniku z tytułu odsetek.

Równocześnie na wynik z tytułu odsetek zasadniczy wpływ ma spadek kosztów odsetek. Jest to niekorzystna tendencja, która nie może być kontynuowana w dłuższym okresie, gdyż prowadzi do ujemnej realnej stopy oprocentowania depozytów, która będzie niekorzystnie wpływać na skłonność do oszczędzania. Należy również mieć na uwadze potencjalne skutki obecnego kryzysu dla sektora bankowego. Nie podejmując szczegółowej analizy tego złożonego problemu, można stwierdzić, że banki poniosą w wyniku tego kryzysu poważne straty, które uszczuplą ich bazę kapitałową, co łącznie ze wspomnianymi wyżej niekorzystnymi tendencjami w zakresie rentowności zapoczątkowanymi w trakcie ostatniej dekady może istotnie przyczynić się do osłabienia ekonomicznej siły banków oraz ich zdolności do finansowania sfery realnej gospodarki.

Zdolność ta mogłaby być częściowo wzmocniona przez aktywowanie segmentu rynku listów zastawnych. Niedojrzałość tego segmentu rynku ogranicza obecnie możliwości dopasowywania terminów aktywów i pasywów banków, a przez to dostępność kredytów długoterminowych o stałej stopie procentowej i powoduje wzrost ryzyka systemowego generowanego przez sektor bankowy. Ponadto ogranicza też możliwości finansowania i rozwoju zarówno rynku nieruchomości, jak i realizacji inwestycji publicznych, w tym projektów infrastrukturalnych i środowiskowych.

Poza sektorem bankowym, niedostatki w poziomie rozwoju rynków niebankowych instytucji finansowych oraz giełdy papierów wartościowych, uniemożliwiają również efektywne zagospodarowanie dostępnych zasobów finansowych oraz nie pozwalają na stworzenie zrównoważonej struktury źródeł finansowania gospodarki. Niedojrzałość rynku funduszy inwestycyjnych, odzwierciedlona w relatywnie małej ich liczbie, niskiej wartości zarządzanych aktywów, ale i wysokich kosztach ich funkcjonowania, ogranicza możliwości wykorzystania oszczędności krajowych do finansowania gospodarki. Ponadto brak rozwiniętych niektórych form aktywności funduszy, np. funduszy nieruchomości, przekłada się na pogłębianie deficytów w będących potencjalną przestrzenią ich działaniach sektorach sfery realnej. Podobnie niedojrzałość segmentu ubezpieczeń, odzwierciedlona w niskim poziomie wskaźnika penetracji oraz wielkości składki na jednego mieszkańca, pokazuje wciąż słabe oddziaływanie tego sektora na mobilizację oszczędności prywatnych oraz niskie wspomaganie sektora publicznego w zakresie zabezpie-



czenia społecznego. W tym drugim przypadku jest to szczególnie niepokojące, biorąc pod uwagę niestabilność krajowego systemu emerytalnego, a zwłaszcza postępujący demontaż obowiązkowego filara kapitałowego, co w konsekwencji z dużym prawdopodobieństwem przełoży się na niski poziom dochodów, a nawet ubóstwo, przyszłych emerytów. Przy nasilających się procesach starzenia się społeczeństwa, bez rozwiniętego sektora funduszy emerytalnych i środków gromadzonych systematycznie w długim okresie zagrożona jest również stabilność całego systemu finansowego.

Dla poprawy efektywności funkcjonowania systemu finansowego i wzrostu konkurencyjności działających w jego ramach podmiotów niezbędne jest też stworzenie warunków dla rozwoju innych niż banki czy instytucje finansowe, wyspecjalizowanych podmiotów niefinansowych, prowadzących działalność biznesową w obszarach kojarzonych tradycyjnie z działalnością instytucji finansowych. Dotyczy to w szczególności spółek inwestycyjnych czy podmiotów wykorzystujących modele alternatywnego finansowania oparte na rozwiązaniach społecznościowych i crowdfundingowe. Zaniechania lub opóźnienia w rozwoju tego segmentu rynku mogą w przyszłości ujawniać się w niedostosowaniu struktury instytucjonalnej rynków finansowych do potrzeb klientów indywidualnych i korporacyjnych. Co ważne, rozwój tego segmentu rynków finansowych wymaga aktywnego zaangażowania państwa i instytucji nadzorujących rynek, aby zawczasu zapobiegać potencjalnym zagrożeniom, jakie niosą z sobą nowe, często niestandardowe, rozwiązania biznesowe na rynkach finansowych.

Jak pokazują przykłady krajów wysoko rozwiniętych, warunkiem wysokiego poziomu rozwoju systemu finansowego jest sprawnie działający i rozwinięty

rynek kapitałowy, a zwłaszcza giełda papierów wartościowych, zarówno w segmencie instrumentów udziałowych, jak i dłużnych. Rola rynku kapitałowego jest szczególnie istotna w okresie sukcesywnie obniżanej wydolności sektora bankowego, spowodowanej wprowadzonymi w ostatnich latach obciążeniami natury regulacyjnej i fiskalnej. Ma on też niebagatelne znaczenie w obliczu wielu wyzwań i procesów transformacyjnych (np. energetycznych, klimatycznych, technologicznych), przed którymi stoi polska gospodarka, a do przeprowadzenia których potrzebne będą różnicowane źródła finansowania o znacznych wielkościach, w tym środki gromadzone przez spółki w ramach ofert publicznych. Dodatkowo efektywność rynku giełdowego i działających w jego ramach podmiotów ma zasadnicze znaczenie dla powodzenia wdrażanej reformy systemu emerytalnego, opartej na modelu pracowniczych planów kapitałowych. Biorąc pod uwagę stosunkowo dużą wrażliwość inwestorów rynku kapitałowego na różne ryzyka dotyczące jego funkcjonowania, także te wynikające z niestabilności systemu prawnego oraz wzrostu ryzyka politycznego w ostatnich latach (zwłaszcza w odniesieniu do spółek skarbu państwa notowanych na GPW), a także niepewność co do skali negatywnych skutków kryzysu pandemii koronawirusa dla sfery realnej gospodarki, należy przyjąć, że czynniki te będą jednymi z podstawowych zagrożeń dla rozwoju rynku kapitałowego w najbliższych latach, a tym samym dla realizacji przyjętej przez rząd w 2019 r. strategii rozwoju tego sektora rynków finansowych.

Niezależnie od istniejących ryzyk, aby system finansowy gospodarki spełniał przypisywane mu funkcje mechanizmu umożliwiającego efektywne funkcjonowanie sfery realnej gospodarki, wszelkie niedostatki w strukturze instytucjonalnej rynku finansowego w Polsce, zidentyfikowane w niniejszym raporcie, powinny zostać zlikwidowane.



| Wnioski i rekomendacje



Na bazie przeprowadzonej analizy można sformułować kilka wniosków i rekomendacji, stanowiących podstawę do podejmowania działań zmierzających do stworzenia odpowiednich warunków dla dalszego stabilnego rozwoju systemu finansowego i działających w jego ramach podmiotów.

5.1. Potencjał źródeł finansowania a potrzeby gospodarki – przesłanki dla rekomendacji

Jak już wcześniej wspomniano, Polska stoi przed szeregiem wyzwań o charakterze rozwojowym i transformacyjnym, których realizacja wymaga zaangażowania znacznych kapitałów z wielu źródeł. Równocześnie boryka się z problemem wciąż relatywnie niskiej zamożności społeczeństwa i niskiej skłonności do oszczędzania, a także relatywnie małej innowacyjności i produktywności gospodarki. Uwzględnienie tych czynników jest konieczne w procesie kształtowania optymalnej ścieżki rozwoju systemu finansowego w Polsce.

Dotychczasowy model finansowania gospodarki, oparty na bankach, z krótkoterminowymi depozytami (głównie klientów indywidualnych), jako podstawowym i najtańszym źródłem finansowania działalności bankowej, choć okazał się wydolny na obecnym etapie rozwoju, może okazać się niewystarczający do przeprowadzenia niezbędnych zmian i inwestycji. Jest też obciążony wadą strukturalną związaną z niedopasowaniem terminów aktywów i pasywów, która generuje istotne ryzyko systemowe.

Z kolei rynek kapitałowy i działające w jego ramach podmioty, poprzez uwarunkowania ewolucyjne i systemowe (m. in. dużą ekspozycję na ryzyko polityczne generowane przez spółki skarbu państwa, nieustanne zmiany systemu emerytalnego i niepewność co do jego przyszłego kształtu, słaby rozwój i niską efektywność – z punktu widzenia inwestorów – funduszy inwestycyjnych, słabo rozwinięty system ubezpieczeń na życie z funduszami kapitałowymi) również nie funkcjonuje w sposób optymalny, a jego potencjał nie jest w pełni wykorzystany.

Zaspokojenie przyszłych potrzeb gospodarki wymaga z pewnością korekty istniejącego modelu, a zwłaszcza większego zaangażowania środków

prywatnych do finansowania gospodarki. Co do zasady, dochodzenie do poziomów wskaźników krajów rozwiniętych powinno odbywać się w warunkach równowagi między sferą realną a finansową. Wymaga to rozbudowy potencjału podmiotów krajowych, a tym samym kreowania przestrzeni dla dalszego powiększania ich bazy aktywów rzeczowych i finansowych. Należy bowiem pamiętać, że podstawą finansowania wszelakich inwestycji są oszczędności. W pewnym zakresie deficyt oszczędności może zostać pokryty przez środki pochodzące od inwestorów zagranicznych, niemniej jednak, jak pokazują doświadczenia wielu krajów (np. Grecji, Włoch czy Hiszpanii), udział tych środków nie powinien przekroczyć pewnej bezpiecznej granicy, poza którą istotnie wzrasta ryzyko niestabilności systemu finansowego.

Założenie o konieczności zapewnienia zrównoważonego rozwoju gospodarki, tj. ścisłego powiązania sfery realnej i finansowej, jest punktem wyjścia do przedstawienia rekomendacji.

5.2. Rekomendacje ogólne

Rekomendacje ogólne wyznaczają główne kierunki koniecznych działań, których podjęcie powinno przyczynić się do wzrostu poziomu rozwoju instytucjonalnego polskiego rynku finansowego, a zarazem przyspieszenia procesu konwergencji krajowego systemu finansowego z systemami finansowymi krajów wysoko rozwiniętych. Wśród najważniejszych zadań w tym obszarze wyróżnić można:

R1.A. Wzmocnienie sektora bankowego poprzez zmianę struktury finansowania działalności bankowej, ograniczenie obciążeń regulacyjnych i fiskalnych oraz stworzenie infrastruktury dla procesów umożliwiających zwiększenie bazy kapitałowej banków niezbędnej zarówno do wypełnienia obowiązków wynikających z regulacji MREL, jak i do finansowania inwestycji w sferze realnej gospodarki oraz zapewnienia płynności podmiotom niefinansowym, zwłaszcza w sytuacji kryzysowej, takiej jak ta spowodowana pandemią koronawirusa.

R1.B. Wzmocnienie roli niebankowych instytucji finansowych oraz spółek inwestycyjnych,



jako podmiotów finansujących przedsięwzięcia rozwojowe ze sfery realnej, zwłaszcza w newralgicznych jej obszarach (infrastruktura energetyczna i transportowa, rynek nieruchomości, nowe technologie) oraz jako podmiotów oferujących efektywne, bezpieczne i tanie rozwiązania dla alokacji oszczędności gospodarstw domowych i niefinansowych podmiotów gospodarczych.

R1.C. Zwiększenie znaczenia rynku kapitałowego jako atrakcyjnego miejsca lokowania oszczędności i pozyskiwania finansowania zewnętrznego przez spółki, zarówno w obszarze instrumentów udziałowych, jak i dłużnych, poprzez wprowadzenie nowych form podmiotów objętych obowiązkiem notowań na oficjalnym rynku giełdowym (np. REIT), jak i rozwiązań poprawiających transparentność i efektywność rynku (np. obligatoryjny rating i standardy zabezpieczeń dla obligacji korporacyjnych).

R1.D. Odbudowę zaufania do instytucji finansowych poprzez podejmowanie i finansowanie przez nie szeroko zakrojonych działań w formie akcji społecznych, projektów edukacyjnych, programów grantów naukowych i badawczo-rozwojowych, a także poprzez wdrożenie strategii biznesowych ukierunkowanych na zwiększenie dostępności i lepszego dopasowania oferowanych produktów i usług finansowych do potrzeb i profili ryzyka klientów, a także symetryzację podziału dochodu i ryzyka.

R1.E. Wprowadzenie mechanizmów ograniczających wpływ ryzyka politycznego na gospodarkę, w szczególności na działalność spółek skarbu państwa notowanych na rynku publicznym.

5.3. Rekomendacje obszarowe

Zidentyfikowane w niniejszym raporcie luki rozwojowe w sferze instytucjonalnej i produktowej rynków finansowych wymagają podjęcia konkretnych działań, zarówno od instytucji finansowych, jak i władz publicznych kreujących warunki ich funk-

cjonowania. Wśród rekomendowanych działań wymienić można:

R2.A. Obszar finansowania rynku nieruchomości

- wprowadzenie w Polsce modelu REIT, przy założeniu:

- przypisania statusu REIT, a tym samym specjalnego statusu fiskalnego, podmiotom działającym w formie spółki akcyjnej, notowanym na oficjalnym rynku giełdowym (na Rynku Głównym lub – po spełnieniu podwyższonych wymogów w zakresie kapitalizacji, przekazywania informacji, sprawozdawczości i zasad ładu korporacyjnego – także na NewConnect), prowadzącym działalność przede wszystkim na rynku mieszkań na wynajem (co najmniej 50% aktywów),

- dopuszczenia możliwości inwestowania przez REIT także w inne nieruchomości komercyjne (np. budynki biurowe, handlowe, magazynowe, infrastrukturalne);

- upowszechnienie kredytów hipotecznych opartych na stałym lub częściowo stałym oprocentowaniu poprzez:

- nadanie im statusu podstawowych długoterminowych produktów finansowych dla klientów indywidualnych (w Niemczech ich udział w strukturze kredytów hipotecznych wynosi 88%), przy równoczesnym stopniowym wycofywaniu z oferty kredytów hipotecznych opartych na zmiennym oprocentowaniu,

- wprowadzenie rozwiązań o charakterze stymulacyjnym dla rozwoju tego segmentu rynku, w tym zarówno dla banków (np. w formie ulg w podatku bankowym od aktywów wynikających z tego typu kredytów, niższych buforów ryzyka systemowego lub buforów dla instytucji o znaczeniu systemowym stosowanych w ramach polityki makroostrożnościowej, czy też preferencyjnych wag ryzyka), jak i dla kredytobiorców, zwłaszcza tych nabywających pierwszą nieruchomość na zaspokojenie po-



trzeb mieszkaniowych (np. w formie ulg lub odpisów od podatku PIT);

- stworzenie warunków dla znaczącego zwiększenia skali emisji hipotecznych listów zastawnych, w tym:
 - modyfikację istniejącego modelu bankowości hipotecznej i przyjęcie rozwiązań ukierunkowanych albo na całkowite przeniesienie działalności związanej z udzielaniem kredytów hipotecznych z banków uniwersalnych do banków hipotecznych, albo na przyznaniu prawa do emisji listów zastawnych także bankom uniwersalnym,
 - wprowadzenie zachęt lub programów dla inwestorów indywidualnych do nabywania listów zastawnych jako instrumentów długoterminowego oszczędzania,
 - wprowadzenie mechanizmów przyczyniających się do wzrostu płynności obrotu listów zastawnych na rynku Catalyst,
 - stworzenie przestrzeni dla konsolidacji odpowiednio wystandaryzowanych wierzytelności hipotecznych z różnych banków (tzw. pooling), w celu zwiększenia potencjału danej emisji;
- utworzenie agencji sekurytyzacyjnej jako podmiotu publicznego, którego podstawowym zadaniem byłoby nabywanie odpowiedniej jakości wierzytelności hipotecznych od banków, udzielanie poręczeń kredytów hipotecznych, a także emisja papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie.

R2.B. Obszar finansowania inwestycji infrastrukturalnych

- stworzenie warunków dla zaangażowania kapitału prywatnego, w tym zgromadzonego w nie-

bankowych instytucjach finansowych do realizacji inwestycji infrastrukturalnych;

- popularyzacja obligacji zielonych jako atrakcyjnego źródła pozyskania kapitału, jak i atrakcyjnej formy inwestycji (w wymiarze ekonomicznym i pozaekonomicznym);
- wprowadzenie mechanizmów służących upowszechnieniu publicznych listów zastawnych jako instrumentów refinansowania wierzytelności związanych z kredytowaniem inwestycji infrastrukturalnych, realizowanych przez podmioty publiczne (np. JST); jednym z narzędzi mogłoby być także wprowadzenie regulacji stymulującej do większej współpracy podmiotów publicznych z bankami hipotecznymi, a zarazem i do większego zaangażowania banków hipotecznych w finansowanie inwestycji publicznych.

R2.C. Obszar alternatywnego finansowania z wykorzystaniem fintech

- uregulowanie zasad funkcjonowania modeli alternatywnego finansowania (np. crowdfundingu udziałowego) poprzez stworzenie odpowiedniej infrastruktury prawnej oraz zaangażowanie instytucji publicznych w proces monitorowania oraz rejestrowania przeprowadzanych na nim transakcji.

R2.D. Obszar sekurytyzacji

- optymalizacja warunków dla prowadzenia działalności sekurytyzacyjnej, w tym instrumentów otwierających rynek krajowy dla inwestorów zagranicznych, przy założeniu wzmożonego nadzoru tej działalności ze strony regulatora;



- wprowadzenie regulacji w zakresie przepisów podatkowych jasno określających sposób opodatkowania transakcji sekurytyzacji.
 - powołanie przez banki niezależnego podmiotu typu AMC (Asset Management Company), zajmującego się skupowaniem portfeli kredytów zagrożonych;
 - zaangażowanie skarbu państwa jako współudziałowca takiego przedsiębiorstwa lub gwaranta emitowanych przez AMC obligacji.
- R2.E.** Obszar zarządzania kredytami zagrożonymi (NPL)