

# WPŁYW WSKAŹNIKA WFD NA STABILNOŚĆ STRUKTURY FINANSOWANIA, POTRZEBY EMISYJNE BANKÓW ORAZ DOSTĘPNOŚĆ I CENĘ KREDYTU HIPOTECZNEGO

SYGN. PAB/WIB 9/2025



ISBN 978-83-975671-4-6

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

Warszawa, maj 2025

 PROGRAM  
ANALITYCZNO  
BADAWCZY

## O Raporcie

Raport **Wpływ wskaźnika WFD na stabilność struktury finansowania, potrzeby emisyjne banków oraz dostępność i cenę kredytu hipotecznego** został opracowany na zlecenie programu analityczno-badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości.

## Autorzy

### Raport przygotowany przez zespół w składzie:

#### **dr Błażej Lepczyński – kierownik projektu**

– pracownik Katedry Bankowości i Finansów Uniwersytetu Gdańskiego. Doktor nauk ekonomicznych, specjalizujący się w zagadnieniach związanych z bankowością, funkcjonowaniem agencji ratingowych oraz rynkiem venture capital. Doświadczenie zawodowe zdobywał kierując przez wiele lat projektami badawczymi w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową. W latach 2014–2016 był wiceprezesem Instytutu Analiz i Ratingu (Polska Agencja Ratingowa SA). W przeszłości członek rad nadzorczych banków. Pracę naukową łączy z konsultingiem gospodarczym. Współzałożyciel spółki konsultingowej Saski Business Advisory. Autor i współautor monografii naukowych, podręczników i artykułów naukowych.

#### **dr hab. Lech Kurkliński, prof. SGH**

– absolwent i wieloletni pracownik naukowy SGPiS/SGH (obecnie kierownik Zakładu Finansów cyfrowych FINTECH i wicedyrektor Instytutu Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie SGH, Kierownik Studiów Podyplomowych „FinTech – nowe zjawiska i technologie na rynku finansowym”, członek Senatu SGH). Od 1991 roku związany z finansami i bankowością, zajmował m.in. stanowiska: dyrektora Banku Spółdzielczego Rzemiosła w Warszawie, prezesa Polskiego Banku Inwestycyjnego SA, członka zarządu BIG Banku Gdańskiego SA, organizatora i szefa pionu bankowości detalicznej Millennium, wiceprezesa HSBC Bank Polska SA, członka rad nadzorczych m.in. Giełdy Papierów Wartościowych, Domu Maklerskiego BIG-BG SA, PolCard SA, dyrektora ALTERUM Ośrodka Badań i Analiz Systemu Finansowego. Obecnie sprawuje funkcję przewodniczącego Komitetu Standardów Kwalifikacyjnych w Polskiej Bankowości; członka rady nadzorczej Toyota Bank Polska SA, prezesa zarządu Fundacji Rozwoju Edukacji Menedżerskiej SGH. Specjalizuje się w dziedzinie bankowości, zarządzania ryzykiem i cyfrowych usług finansowych.

#### **prof. zw. dr hab. Stanisław Kasiewicz**

– absolwent Wydziału Finansów i Statystyki SGPiS (obecnie SGH), kierunku ekonometria, emerytowany profesor Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Od ukończenia studiów w 1971 roku do 2019 roku był pracownikiem naukowo-dydaktycznym tej uczelni. Przez 20 lat kierował Katedrą Analizy Działalności Przedsiębiorstwa w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie SGH w Warszawie. Pełnił funkcje członka rad nadzorczych: OFE PTE Orzeł, PKO BP SA, Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, OFE Warta. Współpracował z zespołem prof. L. Balcerowicza w przygotowaniu fundamentów polskiej reformy gospodarczej. Działał w ramach Doradczego Komitetu Naukowego przy Rzeczniku Finansowym RP. Pełnił funkcję sekretarza naukowego w ALTERUM – Ośrodku Badań i Analiz Systemu Finansowego.

#### **dr hab. Anna Zamojska**

– pracownik Katedry Ekonometrii Uniwersytetu Gdańskiego. Doktor habilitowany nauk ekonomicznych, specjalizująca się w zastosowaniu metod ilościowych do analizy zjawisk zachodzących na rynku finansowym (ekonometria finansowa i prognozowanie). Rozprawa habilitacyjna poświęcona była ocenie efektywności funduszy inwestycyjnych. Doświadczenie praktyczne zdobywała kierując przez wiele lat projektami badawczymi w NCBR oraz jako wykonawca w projektach NCN. Od roku 2023 jest kierownikiem Katedry Ekonometrii. Autorka i współautorka wielu artykułów naukowych i ekspertyz przygotowywanych na potrzeby podmiotów gospodarczych oraz instytucji takich jak PARP, FRSE czy Ministerstwo Transportu.



## O Programie

**Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji Warszawski Instytut Bankowości** powstał w 2019 r. jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie wysokiej jakości analiz i badań z obszaru 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 wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz – w ostateczności – kreowania wartości dla klientów końcowych – użytkowników bankowości.

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

-  Nowe technologie w sektorze bankowym, cyberbezpieczeństwo banków i systemy płatnicze
-  Ekonomiczna analiza rozwoju sektora bankowego, stabilności banków, otoczenia makroekonomicznego
-  Prawno-regulacyjne i legislacyjne uwarunkowania działalności sektora bankowego oraz wyzwania wynikające z orzecznictwa sądów krajowych i europejskich
-  ESG i sustainable finance
-  Prace analityczno-badawcze w zakresie poszczególnych obszarów funkcjonowania banków oraz w zakresie funkcjonowania wskaźników referencyjnych

Więcej na temat działalności programu na stronie [www.pabwib.pl](http://www.pabwib.pl)

## Kontakt:

**dr Tomasz Pawlonka**  
Dyrektor Programu  
m: 505 917 778  
e: [tpawlonka@wib.org.pl](mailto:tpawlonka@wib.org.pl)

**Warszawski Instytut Bankowości**  
00-380 Warszawa, ul. Kruczkowskiego 8  
t: (22) 182 31 70  
e: [pab@wib.org.pl](mailto:pab@wib.org.pl)

**Agnieszka Nierodka**  
m: 607 484 391  
e: [anierodka@wib.org.pl](mailto:anierodka@wib.org.pl)

**dr Agnieszka Wicha**  
m: 661 646 474  
e: [agnieszka.wicha@zbp.pl](mailto:agnieszka.wicha@zbp.pl)

**Bartosz Przyborowski**  
m: 795 933 104  
e: [bartosz.przyborowski@zbp.pl](mailto:bartosz.przyborowski@zbp.pl)



# Spis treści

|                                                                                     |                                                                                                                                                                   |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
|    | <b>Streszczenie kierownicze</b>                                                                                                                                   | 6  |
|    | <b>Wstęp</b>                                                                                                                                                      | 10 |
|    | <b>I Rozdział I. Analiza porównawcza struktur finansowania banków w Europie</b>                                                                                   | 13 |
|                                                                                     | 1.1. Zróżnicowanie struktur finansowania banków w Europie i rola depozytów                                                                                        | 14 |
|                                                                                     | 1.2. Wskaźnik kredytów do depozytów jako wskazówka zapotrzebowania na finansowanie hurtowe                                                                        | 20 |
|    | <b>II Rozdział II. Stabilność struktury finansowania w polskim sektorze bankowym – case study depozytów</b>                                                       | 23 |
|                                                                                     | 2.1. Stabilność depozytów w Polsce – argumenty za i przeciw                                                                                                       | 24 |
|                                                                                     | 2.2. Współczesne wyniki badań dotyczące paniki bankowej                                                                                                           | 31 |
|  | <b>III Rozdział III. Przyczyny amerykańskiego kryzysu finansowego z 2023 roku, a ryzyko jego replikacji w Polsce</b>                                              | 35 |
|  | <b>IV Rozdział IV. Rozwiązania regulacyjne promujące dopasowanie terminowe bilansów banków i ich ocena – doświadczenia węgierskie</b>                             | 41 |
|                                                                                     | 4.1. Istota wskaźnika MFAR i jego ewolucja                                                                                                                        | 42 |
|                                                                                     | 4.2. Sytuacja na węgierskim rynku listów zastawnych i zmiana nastawienia MNB po stronie popytu                                                                    | 45 |
|                                                                                     | 4.3. Ocena MFAR w kontekście wprowadzanego w Polsce wskaźnika WFD                                                                                                 | 47 |
|  | <b>V Rozdział V. Zasadność wprowadzenia regulacji WFD i jej krytyczna analiza</b>                                                                                 | 50 |
|                                                                                     | 5.1. Zasadność wprowadzenia WFD                                                                                                                                   | 51 |
|                                                                                     | 5.2. Ocena wskaźnika WFD                                                                                                                                          | 56 |
|                                                                                     | 5.3. Ocena kosztów, ryzyka i korzyści związanych z wprowadzeniem WFD – analiza ex ante                                                                            | 59 |
|  | <b>VI Rozdział VI. Zdolność polskiego sektora bankowego do spełniania Wskaźnika Finansowania Długoterminowego (Rekomendacja WFD)</b>                              | 62 |
|                                                                                     | 6.1. Cel badania i jego założenia                                                                                                                                 | 63 |
|                                                                                     | 6.2. WFD jako obiekt prognozowania                                                                                                                                | 63 |
|                                                                                     | 6.2. Metody prognostyczne wykorzystane w ocenie zdolności banków do spełniania wskaźnika WFD                                                                      | 64 |
|                                                                                     | 6.3. Prognoza mianownika wskaźnika WFD                                                                                                                            | 66 |
|                                                                                     | 6.4. Licznik wskaźnika WFD                                                                                                                                        | 71 |
|                                                                                     | 6.5. WFD w perspektywie 2033 r.                                                                                                                                   | 74 |
|  | <b>VII Rozdział VII. Ocena możliwości absorpcyjnych nowych emisji przez rynek krajowy i rynki zagraniczne</b>                                                     | 76 |
|                                                                                     | 7.1. Absorpcja nowych emisji listów zastawnych przez rynek krajowy                                                                                                | 77 |
|                                                                                     | 7.2. Emitowanie listów zastawnych przez polskie banki hipoteczne na rynkach zagranicznych – możliwości absorpcyjne i zagrożenia wynikające z emisji zagranicznych | 84 |
|                                                                                     | 7.3. Problem substytucji przez list zastawny obligacji Skarbu Państwa                                                                                             | 92 |



|             |                                                                                                                              |            |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>VIII</b> | <b>Rozdział VIII. Wpływ kosztów wymaganych emisji papierów dłużnych na rynek kredytów hipotecznych</b>                       | <b>95</b>  |
| <b>IX</b>   | <b>Rozdział IX. Wpływ WFD na bilanse banków komercyjnych w kontekście nadpłynności, struktury walutowej oraz rentowności</b> | <b>114</b> |
|             | 9.1. Wpływ WFD na bilanse banków komercyjnych w kontekście nadpłynności                                                      | 115        |
|             | 9.2. Wpływ WFD na strukturę walutową                                                                                         | 118        |
|             | 9.3. Wpływ WFD na rentowność banków komercyjnych                                                                             | 122        |
| <b>X</b>    | <b>Rozdział X. Możliwości zmian konstrukcji wskaźnika WFD z perspektywy stabilności i rentowności banków</b>                 | <b>124</b> |
|             | 10.1. Propozycje zmian w konstrukcji wskaźnika WFD                                                                           | 125        |
|             | 10.2. Rekomendacja dotycząca wskaźnika WFD                                                                                   | 126        |
|             | 10.3. Optymalna ścieżka wdrożenia WFD i warunki brzegowe                                                                     | 128        |
|             | Wnioski i rekomendacje                                                                                                       | 129        |



# Streszczenie kierownicze

Celem niniejszego raportu była kompleksowa ocena zasadności wprowadzenia oraz potencjalnych skutków wynikających z wdrożenia w polskim systemie bankowym Rekomendacji KNF dotyczącej wskaźnika finansowania długoterminowego (WFD). WFD jest nowym rozwiązaniem regulacyjnym (o formalnym statusie tzw. miękkiego prawa, a *de facto* twardego), którego celem ma być ograniczenie luki terminowej aktywów i pasywów w polskim sektorze bankowym, pobudzenie rozwoju rynku listów zastawnych i zwiększenie roli rynku kapitałowego w finansowaniu banków.

Wskaźnik ma w założeniu zainicjować zmianę podejścia do rozwoju i finansowania kredytów mieszkaniowych i opierając je w większym stopniu na środkach długoterminowych. WFD ma także przyczynić się do wzrostu znaczenia kredytów o okresowo stałym oprocentowaniu oraz zwiększenia roli zielonych instrumentów finansowych.

W raporcie szczególny nacisk położono na ocenę wpływu WFD na strukturę i koszt finansowania banków i rozwój rynku kredytów hipotecznych. Ważnym zadaniem badawczym także ocena zdolności sektora bankowego do spełniania tego nowego wymogu w perspektywie 2033 roku. Równolegle podjęto krytyczną analizę samej konstrukcji wskaźnika, wskazując na jego istotne niespójności. WFD, mimo bowiem słusznych celów regulacyjnych, charakteryzuje się wewnętrzną niespójnością definicyjną i funkcjonalną. Może to poważnie ograniczać jego skuteczność jako narzędzia wspierającego stabilność struktury finansowania sektora w przyszłości.

Zakres badania obejmował:

1. Analizę zróżnicowania struktur finansowania banków w krajach UE, ze szczególnym uwzględnieniem roli depozytów,
2. Analizę stabilności finansowania aktywów (kredytów) przez depozyty gospodarstw domowych,
3. Przegląd doświadczeń węgierskich w implementacji wskaźnika MFAR, jako instrumentu

regulacyjnego zbliżonego funkcjonalnie do WFD,

4. Analizę przyczyn kryzysu bankowego w USA w 2023 r. oraz ocenę ryzyka przeniesienia podobnych mechanizmów do polskiej bankowości,
5. Krytyczną analizę zasadności wprowadzenia regulacji WFD i problemów konstrukcyjnych związanych z tym wskaźnikiem,
6. Ocenę zdolności polskiego sektora bankowego do spełnienia wymogów wynikających z Rekomendacji WFD, zarówno obecnie, jak i w średnim horyzoncie czasowym,
7. Analizę możliwości absorpcyjnych rynku krajowego i zagranicznych rynków kapitałowych w zakresie planowanych emisji instrumentów dłużnych wymaganych do osiągnięcia docelowego poziomu wskaźnika,
8. Ocenę wpływu kosztów emisji dłużnych na rynek kredytów hipotecznych, w tym potencjalnego przenoszenia kosztów na klientów detalicznych,
9. Analizę wpływu regulacji WFD na bilanse banków komercyjnych, z uwzględnieniem poziomu nadpłynności, struktury walutowej i ich rentowności,
10. Identyfikację możliwych modyfikacji konstrukcji wskaźnika WFD, które mogłyby zwiększyć jego zgodność z celami stabilności finansowej i rentowności sektora bankowego.

Prezentowane w raporcie wyniki opierają się na danych zagregowanych, co pozwala na ocenę ogólnych tendencji, ale nie odzwierciedla indywidualnej specyfiki poszczególnych banków. Różnice w strukturze portfela kredytów mieszkaniowych ocenie ratingowej oraz poziomie aktywności na rynku instrumentów dłużnych mogą istotnie wpływać na zdolność poszczególnych instytucji do spełnienia wymogu WFD. Dlatego przedstawione dane należy traktować jako uśrednione i ze względów prognostycznych uproszczony obraz sektora, a nie pełną diagnozę jego poszczególnych elementów.



Na potrzeby badania wykorzystano ilościowe i jakościowe metody badawcze. Ważne znaczenie miały metody prognostyczne - konieczne było bowiem za prognozowanie licznika i mianownika wskaźnika WFD.

Finalnie autorzy przedstawiają następujące wnioski i rekomendacje:

1. Wprowadzenie wskaźnika WFD jest motywowane koniecznością poprawy struktury finansowania polskiego sektora bankowego i zwiększenia udziału finansowania o dłuższych terminach wymagalności w celu ograniczenia luki terminowej. Nie negujemy, że mogłoby to przyczynić się do zwiększenia ogólnego poziomu stabilności. Obecny kształt struktury finansowania nie stanowi jednak ani poważnego zagrożenia dla tejże stabilności, ani nie stwarza problemu ryzyka systemowego. Główną rolę odgrywają bowiem dobrze zdywersyfikowane i trwałe (tzw. *sticky*) i w większości gwarantowane przez BFG depozyty osób fizycznych. W tych warunkach wprowadzanie wskaźnika WFD powinno mieć charakter ewolucyjny i dostosowany do możliwości rynku kapitałowego.
2. Rekomendujemy dwa warianty ewolucyjnego wdrażania wskaźnika WFD. Pierwszy zakłada stopniowe podwyższanie minimalnego poziomu WFD i jego elastyczne dostosowywanie do warunków rynkowych. W drugim wariantcie, który można połączyć z pierwszym, postulujemy stałe utrzymanie nadwyżki funduszy własnych w liczniku WFD.
3. WFD jest wprowadzany w sposób wyizolowany. Brakuje innych, istotnych działań z punktu widzenia jego skutecznego wdrożenia. Nie proponowano programu, który mógłby przezwyciężyć istniejące od lat bariery rozwoju rynku listów zastawnych, który jest kluczowym elementem we wdrażaniu WFD. Krajowy rynek listów zastawnych i możliwości TFI w absorpcji nowych emisji będą w najbliższych kilku latach zbyt małe na rynku krajowym, żeby zapewnić wypełnianie minimalnego poziomu współczynnika WFD przez znaczną część banków. Warto zwrócić w tym miejscu uwagę na to, że rynki listów zastawnych w wielu krajach rozwijają się dynamicznie w modelu uniwersalnym. Obowiązujący w Polsce rygorystyczny model specjalistycznej bankowości hipotecznej tworzy istotne ograniczenia dla jej efektywnego rozwoju i większego znaczenia w systemie finansowym.
4. Niezrozumiała jest konstrukcja WFD polegająca na stopniowym zmniejszaniu znaczenia funduszy własnych (ich nadwyżki) w liczniku wskaźnika, które stanowią najtrwalsze źródło finansowania działalności bankowej. Inna słabość WFD dotyczy podejścia do braku możliwości wycofania środków jako warunku kwalifikacji źródła finansowania do WFD. Wszystkie wskazane przez regulatora źródła taki warunek spełniają – oprócz kategorii 5, gdzie zalicza się depozyty detaliczne, które można zerwać. W tej sytuacji pojawia się niespójność. Z jednej strony traktuje się fundusze własne tylko jako tymczasowo akceptowalny rodzaj finansowania długoterminowego, a z drugiej preferuje się depozyty, które mogą ulec odpływowi natychmiast.
5. Zmienność definicyjna licznika WFD w czasie powoduje, że WFD nie będzie w stanie spełniać jednej ze swoich podstawowych funkcji, jaką jest monitorowanie trendów oraz wczesna detekcja ryzyka narastającego w systemie finansowym. Tym samym jego użyteczność jako narzędzia nadzorczego i analitycznego będzie istotnie ograniczona, przynajmniej do momentu ustabilizowania sposobu liczenia tego wskaźnika. Innym problemem, na który zwróciliśmy uwagę, są potencjalne konflikty WFD z międzynarodowymi normami LCR, a zwłaszcza NSFR.
6. Nasze analizy są kolejnym dowodem na to, że WFD stanowi poważne wyzwanie dla sektora bankowego, gdyż obecnie nie spełnia on 40% wymogu, nawet przy możliwości zaliczenia do licznika nadwyżki funduszy własnych. Natomiast po ich wycofaniu, istnieje wręcz groźba tąpnięcia na rynku. Zakładamy bowiem, że bankom będzie bardzo trudno zbudować stabilną bazę listów zastawnych lub obligacji, nie mówiąc o bardzo dużych ich kosztach. Do obliczeń przyjęliśmy różne, raczej ostrożne, scenariusze rozwoju kredytów mieszkaniowych w Polsce, przy czym wiodącym jest projekcja zakładająca dłuższy okres niskich nominalnych stóp procentowych i propopytowa politykę mieszkaniową.
7. Możliwości absorpcyjne emisji polskich listów zastawnych zarówno w złotych, jak również denominowanych w euro, będą w perspektywie kilkuletniej ograniczone. Na rynku krajowym brakuje odpowiednich inwestorów. Natomiast nie mniejsze problemy prawdopodobnie pojawią się z ulokowaniem polskich papierów wartościowych za granicą. W tym drugim przypadku kluczowe znaczenie mają: rating emisji, struktura zabezpieczeń, płynność rynkowa oraz znajomość jurysdykcji emitenta. W przypadku polskich banków hipotecznych, które dopiero budują swoją obecność na rynkach międzynarodowych, czynniki te istotnie ograniczają możliwości emisyjne.



8. Przykład Węgier i regulacji MFAR dobitnie pokazuje, że wdrożenie wymogu strukturalnego finansowania wymaga znacznie więcej niż samego narzędzia regulacyjnego – kluczowe znaczenie ma towarzyszący mu kompleksowy pakiet działań wspierających rozwój rynku listów zastawnych. Węgierskie podejście opierało się nie tylko na wprowadzeniu obowiązkowego wskaźnika MFAR, lecz także na aktywnej roli banku centralnego (MNB) jako uczestnika rynku, budowie infrastruktury rynkowej (indeksy, płynność), wsparciu popytu inwestorów krajowych. Wprowadzenie WFD w Polsce powinno być skoordynowane z działaniami instytucjonalnymi wspierającymi podaż i popyt na instrumenty długoterminowe, tak by regulacja nie hamowała akcji kredytowej, lecz faktycznie przyczyniała się do budowy odporności sektora.
9. Wprowadzenie WFD wpisuje się w istniejący w Polsce problem strukturalnej nadpłynności. O jej istnieniu świadczą znacząco przekraczające wymagane normy poziomy wskaźników płynności jak LCR czy NSFR (dodatkowo potwierdzające stabilność sektora). Także potwierdza to relacja kredytów i depozytów, stale spadająca od 2012 r., osiągając poziom 64,4% na początku 2025 r. Problemy z racjonalnym ulokowaniem kredytów umacniają się, a WFD można ocenić jako czynnik sprzyjający temu zjawisku. Powiększa się zatem ogromna nadwyżka finansowa w sektorze bankowym, która musi być zagospodarowywana przez NBP, mimo znaczącego popytu ze strony Skarbu Państwa w postaci oferowanych obligacji skarbowych. Nowe emisje listów zastawnych lub obligacji będą gromadziły środki, które najprawdopodobniej zasilą istniejącą nadpłynność. Przy spadających stopach procentowych, rentowność papierów dłużnych Skarbu Państwa i NBP będzie także spadać, co zmusi banki do jeszcze mocniejszych obniżek oprocentowania depozytów.
10. Niezamierzony efekt wprowadzenia WFD poprzez zmniejszenie atrakcyjności depozytów gospodarstw domowych, jako instrumentu oszczędzania, ma szerokie implikacje. Jest to szczególnie istotne w Polsce, gdzie relacja depozytów do PKB pozostaje stosunkowo niska na tle bardziej rozwiniętych państw UE. Z perspektywy makroekonomicznej może to mieć negatywne skutki dla zdolności banków do odbudowy akcji kredytowej, ograniczając dostępność środków na finansowanie inwestycji i konsumpcji. Depozyty pełnią również istotną funkcję stabilizacyjną – w okresach niepewności stanowią bufor płynności, który ogranicza gwałtowne spadki konsumpcji i chroni dochody gospodarstw domowych. Osoby prywatne w Polsce charakteryzują się awersją do ryzyka i wybierają głównie bezpieczne formy oszczędzania, a także podejmują zazwyczaj racjonalne decyzje o wycofaniu środków z banków postrzeganych jako słabe (z niskim udziałem kapitałów własnych i niską rentownością). Dlatego w regulacjach takich jak WFD konieczne jest uwzględnienie ich wpływu nie tylko na stabilność bilansów banków, ale także na funkcjonowanie krajowego rynku depozytowego i jego znaczenia dla równowagi makroekonomicznej.
11. Istotnym czynnikiem stabilizującym polski sektor bankowy oraz rynek depozytowy jest jego struktura, oparta na dużych bankach uniwersalnych o zdywersyfikowanych aktywach. Taka konstrukcja sprzyja efektywnemu rozkładaniu ryzyka, co zwiększa odporność poszczególnych instytucji, a w konsekwencji – stabilność całego systemu finansowego. Zwraca na to uwagę m.in. Schildbach, wskazując, że dywersyfikacja przychodów i aktywów zwiększa odporność banków na dekonstrukcję. W przeciwieństwie do niektórych banków zagranicznych, takich jak Silicon Valley Bank (SVB), które charakteryzowały się nietypową i mało zróżnicowaną strukturą depozytową, w Polsce nie funkcjonują tzw. banki posiadające w strukturze pasywów duży udział nieubezpieczonych depozytów o znacznej, jednostkowej wartości.
12. Ryzyko destabilizacji i upadłości banków na wzór kryzysu amerykańskiego z 2023 r. jest w Polsce marginalne, przede wszystkim ze względu na fundamentalne różnice instytucjonalne, strukturalne i regulacyjne. Polski sektor bankowy opiera się na silnie nadzorowanych, uniwersalnych instytucjach o zdywersyfikowanej strukturze bilansowej, wysokim poziomie kapitałów własnych i ostrożnościowym podejściu do zarządzania ryzykiem. W przeciwieństwie do banków takich jak SVB, które cechowała nadmierna koncentracja w jednym sektorze (technologicznym) oraz pasywa zdominowane przez duże, nieubezpieczone depozyty, polskie banki są silnie zakotwiczone w lokalnym rynku i nie są narażone na masowy, cyfrowy odpływ środków w reakcji na krótkoterminowe impulsy informacyjne.
13. Nowe uwarunkowania regulacyjne (WFD) prawdopodobnie przyczynią się do ograniczenia ryzyka płynności oraz niedopasowania terminowego, wzmacniając stabilność bilansów sektora bankowego. Jednocześnie WFD może jednak – w sposób niezamierzony – prowadzić do wzrostu ryzyka walutowego. Ze względu na ograniczony popyt krajowy na listy zastawne, banki mogą być



zmuszone do pozyskiwania długoterminowego finansowania na rynkach zagranicznych, głównie w walutach obcych (np. euro). Jeśli aktywa, takie jak kredyty hipoteczne, pozostaną denominowane w złotych, powstanie strukturalne niedopasowanie walutowe. Taka asymetria zwiększa wrażliwość banków na zmienność kursową i może wymagać stosowania kosztownych instrumentów zabezpieczających. Dodatkowo występuje ryzyko systemowe wynikające z faktu, że banki są często równocześnie emitentami i nabywcami listów zastawnych. Tego rodzaju wzajemne powiązania mogą w warunkach stresowych prowadzić do efektu zarażania i potęgować wstrząsy na rynku finansowym<sup>1</sup>. Dlatego mimo pozytywnego wpływu WFD na strukturę finansowania, konieczne jest jednocześnie monitorowanie ryzyk walutowych i systemowych oraz ich aktywne uwzględnianie w polityce makroostrożnościowej i regulacyjnej.

14. Obecny kształt WFD i zaproponowana ścieżka jego wdrażania oznaczać będą zastąpienie depozytów w finansowaniu poważnej części kredytów mieszkaniowych przez listy zastawne lub obligacje własne banków. W naszej analizie wykazaliśmy, że są to zdecydowanie bardziej kosztowne źródła posykiwania środków, a różnice w stosunku depozytów mogą sięgać nawet 5-7 punktów procentowych (z uwzględnieniem kosztów operacyjnych obsługi depozytów 4-6). W tych warunkach koszty obligacji (przynajmniej w latach 2022 i 2023) przewyższały o 0,25 punktu procentowego zmienne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych (ujemny *spread*), a oprocentowanie listów zastawnych pozwalałoby osiągnąć jedynie nadwyżkę ok. 1 punktu procentowego. Zatem podwyżka oprocentowania kredytów, ale także zmniejszenie się marży kredytowej oraz obniżka oprocentowania depozytów, wydają się nieuniknione. Przy tak znaczącej różnicy ruchy te prawdopodobnie nie uchronią banków przed zmniejszeniem wyniku finansowego.

15. Skala zmniejszenia wyniku finansowego banków po wdrożeniu WFD może być bardzo istotna. Jeśli nastąpiłaby zamiana finansowania kredytów mieszkaniowych z depozytów na listy zastawne lub obligacje zgodnie z wymogami WFD, przy niezmiennych innych parametrach ekonomiki banków (uwzględniając tylko wyżej wymienioną zamianę), oznaczałoby to wpływ na wynik finansowy banków komercyjnych na poziomie od 2 do 5 mld zł rocznie w okresie pomiędzy 2027 a 2033 rokiem. Wielkości te stanowiłyby dla banków objętych WFD od ok. 5,3% do 9,2% ich wyniku finansowego. Obliczenia te dotyczą ostrożnej prognozy wzrostu portfela kredytów mieszkaniowych opracowanej przez autorów.

16. Przeprowadzona przez autorów analiza ma odniesienie do weryfikacji zastosowania zasady proporcjonalności *sensu stricto* (aspekt makroekonomiczny, funkcjonalny, sektorowy i w przekroju interesariuszy)<sup>2</sup>. Bilans korzyści i kosztów wdrożenia WFD wypada negatywnie. Oceniamy, że koszty i niepożądane skutki tej regulacji będą przekraczać oczekiwane korzyści. Do tych pierwszych zaliczyć należy przede wszystkim wzrost kosztu finansowania kredytów mieszkaniowych, skutkujący podwyższeniem oprocentowania tychże kredytów, obniżeniem oprocentowania depozytów bieżących i terminowych do 2 lat, zmniejszeniem rentowności banków, osłabieniem dynamiki przyrostu kredytów hipotecznych. Po stronie korzyści nastąpi zmniejszenie luki pomiędzy wymagalnością pasywów a zapadalnością aktywów w horyzoncie długoterminowym.

17. Szczegółowe rekomendacje dotyczące wskaźnika WFD oraz optymalne ścieżki wdrożenia WFD, wraz z opisem warunków brzegowych, przedstawiono w rozdziałach 10.2 oraz 10.3 na stronach 127-133.

<sup>1</sup> <https://www.norges-bank.no/en/news-events/news/Speeches/2017/2017-04-06-nicolaisen/>.

<sup>2</sup> S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, ALTERUM, Warszawa, 2014.

# Wstęp

Inspiracją do napisania raportu było nowe podejście KNF do problemu niedopasowania terminowego aktywów i pasywów banków oraz próba jego rozwiązania w postaci ustanowienia wskaźnika finansowania długoterminowego (WFD). Jako główny cel nowej rekomendacji określono ograniczenie ryzyka, w szczególności związanego z aktualną strukturą finansowania kredytów hipotecznych<sup>3</sup>.

Wyniki zaprezentowane w raporcie opierają się na danych zagregowanych. Sytuacja poszczególnych banków może istotnie się różnić w zależności od struktury portfela mieszkaniowych kredytów hipotecznych czy poziomu aktywności na rynku instrumentów dłużnych. Prezentowane dane dostarczają zatem jedynie uśrednionego obrazu sektora, a nie pełnej diagnozy kondycji pojedynczych podmiotów.

Prognozowanie poziomu wskaźnika WFD w horyzoncie kilkuletnim obarczone jest niepewnością z uwagi na konieczność jednoczesnego szacowania zarówno dynamiki stabilnych źródeł finansowania (licznika), jak i ekspozycji z tytułu kredytów mieszkaniowych (mianownika). Oba te elementy zależą od odmiennych i często nieskorelowanych czynników.

Mając świadomość ograniczeń prognoz wskaźnika WFD, należy wskazać na realną trudność sektora bankowego w spełnieniu wymogów regulacyjnych. Warto rozważyć alternatywną ścieżkę dojścia oraz uruchomienie programu wspierającego rozwój krajowego rynku listów zastawnych jako kluczowego źródła stabilnego finansowania.

Zagadnienie niedopasowania terminowego pasywów i aktywów w sektorze bankowym i wysokiego udziału krótkoterminowych depozytów (o wymagalności do 1 roku) w finansowaniu kredytów hipotecznych stanowi wyzwanie dla polskiego sektora bankowego od lat. Z jednej strony z punktu widzenia celu KNF zrozumiała jest dbałość o stabilność finansową sektora finansowego, z drugiej jednak strony nie powinno się sięgać do narzędzi narzucających bankom

kolejne, i do tego kontrowersyjne, rygorystyczne wymogi w zakresie płynności i niedopasowania terminowego. Ta kontrowersyjność wynika z dylematu, czy WFD spełnia jedną z naczelných zasad prawidłowej legislacji, tj. zasadę proporcjonalności *sensu stricto*, aby koszty wprowadzenia regulacji nie były większe niż uzyskane korzyści.

Sektor bankowy w Polsce działa bowiem bezpiecznie, co znajduje m.in. potwierdzenie w nadzorczych miarach płynności (NSFR i LCR) oraz w adekwatności kapitałowej. Teza, że struktura finansowania polskich banków stanowi poważne ryzyko systemowe, wydaje się nie być do końca uzasadnioną w świetle aktualnej sytuacji sektora bankowego. Takie stanowisko zajęły nie tylko środowisko bankowe, ale też Komitet Stabilności Finansowej oraz Narodowy Bank Polski.

Struktura i koszt finansowania stanowią ważne elementy mechanizmu funkcjonowania sektora, a nowy wskaźnik może go pogorszyć. Stabilne finansowanie oparte na dobrze zdywersyfikowanych i „lepkich” (sticky) depozytach gospodarstw domowych stanowi praktycznie od początku transformacji gospodarczej istotną wartość polskiej bankowości i sprzyja rozwojowi gospodarczemu, stabilnemu kredytowaniu gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw. Przykładem może być okres globalnego kryzysu finansowego 2007-2008, kiedy to polska gospodarka i system bankowy poradziły sobie ze zjawiskami kryzysowymi chyba najlepiej w całej Europie.

Często wskazywanym remedium na problem niedopasowania terminowego są listy zastawne. Zapomina się jednak w tej dyskusji, że listy zastawne w wielu krajach, jak np. w Niemczech, mają ponad 200-letnią tradycję, a inwestorzy na świecie traktują je pod względem ryzyka kredytowego prawie jak niemieckie Bundy (niemieckie obligacje skarbowe). W Polsce natomiast rynek obligacji i listów zastawnych nigdy nie zdobył szerszej popularności, a bazę inwestorską ocenia się jako bardzo ograniczoną. Tego typu instrumenty finansowe w naszym kraju rozwijałyby się z pewnością znacznie szybciej, gdyby wymusiłaby to presja ekonomiczna. Mamy za sobą 35-letni okres transformacji gospodarki i tak się nie stało. Główna przyczyna tkwi w dostępności

<sup>3</sup> Rekomendacja WFD dotycząca Wskaźnika Finansowania Długoterminowego, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, lipiec 2024, s. 2.



popularniejszej, po prostu łatwiejszej, formuły finansowania, generalnie ocenianej jako stabilna, czyli depozytów pochodzących od sektora niefinansowego, które z nadkładem pokrywają obecne potrzeby kredytowe. Świadczy o tym chociażby bardzo niski wskaźnik kredyty do depozytów. Nie ma więc ekonomicznej presji na pozyskiwanie finansowania hurtowego w Polsce. Może ona w przyszłości się pojawić, ale będzie to zależało od tempa rozwoju akcji kredytowej.

W dłuższej perspektywie wydaje się konieczne stworzenie w Polsce silniejszego rynku papierów dłużnych, a w szczególności listów zastawnych. Jest to na pewno w interesie polskiego sektora bankowego, gdyż list zastawny stanowi sprawdzony w Europie sposób refinansowania portfeli kredytów hipotecznych. Głównym atutem listów zastawnych jest mechanizm podwójnego regresu, wzmacniający bezpieczeństwo dla inwestorów. Jednakże w tym celu nie powinno się stosować jedynie przymusu regulacyjnego, ale zintensyfikować prace nad usunięciem barier (w większości o charakterze regulacyjnym) dla rozwoju rynku listów zastawnych. Mimo, że prace takie trwają od lat, to ich efekty są nader skromne. Jeszcze mocniejszą rolę w tej kwestii winna odgrywać Komisja Nadzoru Finansowego, a działania powinny być skoordynowane z GPW w Warszawie.

Stosunkowo nagle, pod wpływem kryzysu płynnościowego w USA i bankructw kilku banków, UKNF w 2023 roku podjął intensywne działania przygotowawcze, a następnie przyjął rekomendację WFD. Została ona zatwierdzona i opublikowana 15 lipca 2024. Niestety wprowadzając nową rekomendację pominięto zdecydowaną większość uwag zgłoszonych w ramach konsultacji społecznych (środowiskowych) i międzyinstytucjonalnych (np. KSF-u). Ponadto środowisko bankowe wyraźnie wskazywało na stosunkowo krótki okres tych konsultacji. Ostatecznie nowa Rekomendacja ma obowiązywać banki od 31.12.2026 roku.

W szczególności zwraca uwagę zdecydowane przedkładanie względów ostrożnościowych nad skutki ekonomiczne, co wynika zarówno z przyjęcia wysokiego poziomu wprowadzanego wskaźnika na poziomie co najmniej 40% pod koniec 2026 r., ale także szczegółów dotyczących klasyfikacji poszczególnych pozycji do wyliczenia wskaźnika. Kontrowersje wywoływać też może podejście do niektórych elementów licznika tego wskaźnika i stopniowa redukcja nadwyżki funduszy własnych. Takie rozwiązanie nie sprzyja ani zachowaniu stabilności metodologicznej, ani długoterminowemu planowaniu struktury bilansów banków.

Zatem z jednej strony zastosowane podejście można oceniać pozytywnie jako wyraz nowej odpowiedzialności i determinacji UKNF do długoterminowego

kształtowania stabilności polskiego sektora bankowego, których np. zabrakło nadzorowi w pierwszej dekadzie XXI w. w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych w walutach obcych. Z drugiej jednak strony, można uznać analizowaną rekomendację KNF jako regulację w dużym stopniu jednostronnie próbującą rozwiązać problem, ale najprawdopodobniej w sposób tworzący nowe, jeszcze nie w pełni nierozpoznane problemy i ryzyka. Pewnym odniesieniem mogą być doświadczenia wynikające z systemu regulowania uczelni akademickich, polegające na zmianie systemu ich oceny, a w konsekwencji pracy pracowników naukowych, przez jak się wydawało regulatorom czytelne, ilościowe uwzględnienie dorobku naukowego. Środowiska akademickie błyskawicznie zareagowały, gdyż wzrosła dynamicznie liczba publikacji zagranicznych i krajowych, ale nowe reguły wygenerowały liczne negatywne efekty, których nie przewidziano w tej reformie<sup>4</sup>.

Wprowadzając nowy wskaźnik WFD uznano, że poleganie przez banki na (wydawałoby się zdywersyfikowanych i z dużym osadem) depozytach detalicznych jest zbyt ryzykowne dla długoterminowej stabilności polskiego sektora bankowego. Ta teza wydaje się być zbyt daleko idąca. Warto jeszcze raz wspomnieć, że badania NBP przedstawiane w raportach o stabilności finansowej nie potwierdzają tezy, że krótkoterminowe pasywa generują istotny poziom ryzyka systemowego w polskim systemie bankowym. Zwiększenie udziału finansowania hurtowego w pasywach sektora bankowego wcale nie musi doprowadzić do jednoznacznych korzyści, jeśli jednocześnie wzrośnie koszt finansowania.

Nowy wskaźnik może mieć poważne konsekwencje dla polskiego sektora bankowego. Rekomendacja WFD poprzez zmuszenie banków do wydłużania pasywów prawdopodobnie wywoła negatywne zjawiska w obszarze kosztu finansowania, rentowności banków i działalności kredytowej, a tym samym okaże się nieefektywna.

Konieczna jest więc kompleksowa ocena wpływu wskaźnika WFD na poszczególne banki i cały sektor bankowy. Szczególnie ważna jest ewaluacja wpływu nowego wskaźnika na strukturę finansowania banków, potrzeby emisyjne i cenę mieszkaniowych kredytów hipotecznych. Punktem wyjścia powinna być rzetelna ocena stabilności pasywów polskich banków i wskazanie, jak duże jest ryzyko wystąpienia scenariusza odpływu depozytów, z którym mieliśmy do czynienia w marcu 2023 r. w USA.

Warto podkreślić, że wskaźnik WFD będzie miał bardzo duże znaczenie dla przyszłości polskiego sektora

<sup>4</sup> K. Kulikowski, E. Antipow, Niezamierzone konsekwencje punktozy jako wartości kulturowej polskiej społeczności akademickiej. *Studia Socjologiczne*, 2020, 3 (238).

bankowego – dlatego wymaga kompleksowej oceny. Pod wpływem wskaźnika WFD mogą się zmieniać uwarunkowania rynkowe, postawy banków, interesariuszy finansowych i ich klientów. Aktualna struktura finansowania banków ukształtowała się w długim okresie i nawet w okresach napięć na rynkach finansowych pozostawała stabilna. Nowy miernik potencjalnie może wpłynąć na bilanse, modele biznesowe, rentowność banków, stabilność, odporność na zagrożenia i kryzysy finansowe oraz w skali makro na finansowanie gospodarki i kredytowanie inwestycji mieszkaniowych. Dlatego w niniejszym raporcie podjęto próbę przedstawienia wdrożenia wskaźnika WFD do krajowej praktyki z różnych perspektyw, z których każda została omówiona w odrębnym rozdziale.

Celem niniejszego badania była kompleksowa ocena zasadności wprowadzenia oraz potencjalnych skutków wynikających z wdrożenia w polskim systemie bankowym Rekomendacji KNF dotyczącej wskaźnika finansowania długoterminowego (WFD). Realizacja projektu i przewidzianych w nim zadań badawczych pozwoliła na sformułowanie rekomendacji w zakresie zmian w konstrukcji wskaźnika WFD (w tym jego kalibracji). W części podsumowującej badania określiliśmy również optymalną ścieżkę dojścia oraz wymaganych działań (wraz ze wskazaniem odpowiedzialnych instytucji), które z jednej strony pobudziłyby rozwój rynku listów zastawnych, z drugiej zaś odbyłoby się to w sposób zrównoważony.

Raport składa się z dziesięciu rozdziałów, nawiązujących do nakreślonych w projekcie zadań badawczych.

Rozdział pierwszy poświęcony został analizie porównawczej struktur finansowania sektora bankowego w krajach europejskich. Podjęto w nim próbę odpowiedzi na pytanie, na ile struktura finansowania polskich banków – krytykowana za nadmierne uzależnienie od depozytów detalicznych – istotnie odbiega od modeli stosowanych w państwach Europy Zachodniej. Szczególny nacisk położono na znaczenie rynków hurtowych jako źródła długoterminowego finansowania oraz ich rolę w kształtowaniu stabilności sektorów bankowych.

W rozdziale drugim podjęto tematykę stabilności struktury finansowania w polskim sektorze bankowym. Żeby odpowiedzieć na pytanie, czy depozyty stanowią zagrożenie dla stabilności finansowej, zbadano poziom ich zdyswersyfikowania, oceniono ich lepkość (jak depozyty reagują na wzrost stóp procentowych, zmiany sytuacji makroekonomicznej czy wyższe oprocentowanie w innych instytucjach finansowych). Uzyskane wyniki badań opartych na dostępnej literaturze i informacjach statystycznych dały odpowiedź, czy istnieją przesłanki do pojawienia się w Polsce kryzysu bankowego o źródłach zbliżonych do kryzysu w USA z marca

2023 r. Dlatego też szerzej ta ostatnia tematyka została opisana w rozdziale trzecim.

Rozdział czwarty koncentruje się na analizie węgierskich rozwiązań legislacyjnych stosowanych w celu promowania lepszego dopasowania terminowej struktury aktywów i pasywów sektora bankowego. Na Węgrzech w ramach polityki makroostrożnościowej funkcjonuje wskaźnik MFAR (*Mortgage Funding Adequacy Ratio*), mający na celu zwiększenie udziału stabilnego finansowania w strukturze pasywów banków udzielających mieszkaniowych kredytów hipotecznych.

Rozdział piąty poświęcony jest zasadności wprowadzenia regulacji WFD oraz jej krytycznej analizie ex ante, uwzględniającej koszty wdrożenia, ocenę dotychczasowych i nowych rodzajów ryzyka, a także potencjalne korzyści.

Rozdział szósty zawiera ocenę zdolności krajowego sektora bankowego do spełnienia wymogu WFD. Uwzględniono w nim dynamiczne prognozy bilansów banków, w tym zmienne wpływające na poziom wskaźnika w horyzoncie prognozy – ze szczególnym uwzględnieniem końca 2026 roku.

W rozdziale siódmym oceniono możliwości rynku finansowego do absorpcji instrumentów emitowanych w celu spełnienia wymogu WFD. Zidentyfikowano ograniczenia po stronie krajowego rynku kapitałowego, wskazując na konieczność podziału źródeł finansowania na rynek krajowy i zagraniczny. Zweryfikowano także hipotezę, zgodnie z którą ważną rolę w absorpcji nowych emisji będą musieli odegrać inwestorzy zagraniczni.

Rozdział ósmy dotyczy potencjalnego wpływu kosztów emisji długoterminowych instrumentów finansowych – takich jak listy zastawne i obligacje własne banków – na rynek mieszkaniowych kredytów hipotecznych. Analiza ta ma kluczowe znaczenie dla zrozumienia alternatywnych kosztów finansowania działalności banków wynikających z wdrożenia wskaźnika WFD oraz ich wpływu na dostępność i warunki udzielania kredytów mieszkaniowych.

W rozdziale dziewiątym przeanalizowano wpływ wdrożenia rekomendacji WFD na nadpłynność sektora bankowego, strukturę walutową bilansów oraz rentowność banków. Szczególną uwagę zwrócono na ryzyko wzrostu udziału pozycji walutowych w bilansach, co może mieć istotne konsekwencje dla stabilności sektora.

W ostatnim, dziesiątym rozdziale, przedstawiono propozycje modyfikacji konstrukcji wskaźnika WFD w kontekście jego pierwotnego celu oraz optymalną ścieżkę wdrożenia WFD wraz z warunkami brzegowymi.



# Analiza porównawcza struktur finansowania banków w Europie



## 1.1. Zróźnicowanie struktur finansowania banków w Europie i rola depozytów

Dla wypracowania skutecznego i efektywnego wdrożenia badanego wskaźnika WFD ważne jest m.in. prześledzenie europejskich struktur finansowania banków. Struktury finansowania banków nie są jednolite. Na świecie banki korzystają z różnorodnych źródeł finansowania, odmiennych pod względem typu inwestora/wierzyciela, rodzaju instrumentu oraz priorytetu w strukturze zobowiązań<sup>5</sup>. Biorąc pod uwagę pierwsze kryterium możemy wyróżnić finansowanie detaliczne, czyli depozyty od klientów (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw), finansowanie hurtowe i kapitał regulacyjny. „Finansowanie detaliczne banku zazwyczaj składa się z dużej liczby oszczędności osób fizycznych, z których każda ma stosunkowo niewielkie kwoty pieniędzy dostępnych do zdeponowania”<sup>6</sup>. Banki mogą pozyskiwać finansowanie hurtowe, gdy chcą (lub muszą) pożyczyć środki przekraczające ich depozyty detaliczne lub gdy muszą szybko pozyskać duże kwoty finansowania, przy czym inwestorzy hurtowi zazwyczaj bardziej koncentrują się na uzyskaniu zwrotu z inwestycji w bank (...) niż na płatnościach lub usługach przechowywania<sup>7</sup>.

Koncepcyjnie banki komercyjne finansują swoje bilanse warstwami, zaczynając od bazy kapitałowej<sup>8</sup>. Następna warstwa składa się z depozytów klientów, które w większości przypadków uznaje się za stabilne, nawet jeśli można zażądać ich wycofania z niewielkim wyprzedzeniem lub bez niego<sup>9</sup>. Ostatnia warstwa finansowania obejmuje różne zobowiązania krótkoterminowe, takie jak papiery komercyjne, certyfikaty depozytowe, obligacje krótkoterminowe, umowy odkupu, swapowane zobowiązania walutowe i depozyty hurtowe<sup>10</sup>. Ta warstwa jest zarządzana dynamicznie, ponieważ jej skład i termin wymagalności mogą szybko zmieniać się wraz z potrzebami przepływu środków pieniężnych i warunkami rynkowymi<sup>11</sup>. „Przeważającym poglądem wśród ekonomistów i regulatorów jest to, że finansowanie hurtowe jest podatne na nagłe zatrzymania lub wyschnięcia, podczas których banki tracą finansowanie niezależnie od ich jakości kredytowej”<sup>12</sup>.

<sup>5</sup> Global Financial Stability Report. Transition Challenges to Stability, IMF, October 2013, s. 108.

<sup>6</sup> E. Beau, J. Hill, T. Hussain, Bank funding costs: what are they, what determines them and why do they matter?, Quarterly Bulletin 2014 Q4, Bank of England, s. 3.

<sup>7</sup> Tamże.

<sup>8</sup> EU Banks Funding Structures and Policies, ECB, May 2009, s. 8.

<sup>9</sup> Tamże.

<sup>10</sup> Tamże.

<sup>11</sup> Tamże.

<sup>12</sup> Ch. Pérignon D. Thesmar G. Vuillemeys, Wholesale funding dry-ups, Working Paper Series, No 49/July 2017, European Systemic Risk Board, s. 3.

Jak wskazano wcześniej struktury finansowania banków różnią się też pod względem rodzaju instrumentu. Mamy stabilne depozyty objęte gwarancjami i mniej stabilne (np. depozyty klientów z segmentu *private banking*). Ważną grupę stanowią również depozyty nieubezpieczone. Wśród pozadepozytowych instrumentów finansowania warto wymienić depozyty międzybankowe, listy zastawne, obligacje własne banków oraz pożyczki podporządkowane.

Z perspektywy analiz porównawczych znaczenie ma również podział finansowania hurtowego na finansowanie krótkoterminowe i długoterminowe. To pierwsze jest w świetle wielu badań źródłem niestabilności. Stabilnym źródłem finansowania są natomiast depozyty detaliczne (pochodzące od gospodarstw domowych), zwłaszcza jeśli są objęte skutecznym i wiarygodnym systemem gwarantowania. Ważne jest zaufanie deponentów do systemów gwarantowania depozytów i ich potencjał finansowy.

Warto podkreślić, że finansowanie hurtowe w porównaniu z detalicznym charakteryzuje się większą zmiennością. W szczególności dotyczy to krótkoterminowych instrumentów, takich jak pożyczki międzybankowe czy papiery komercyjne. W kontekście stabilności długoterminowej istotną rolę odgrywają obligacje oraz instrumenty sekurytyzacyjne. Kluczowym elementem struktury finansowania pozostaje kapitał regulacyjny, który zgodnie z wymogami Bazylii III absorbuje straty przed innymi wierzycielami, wzmacniając odporność instytucji finansowej.

Trzecim kryterium wyróżnionym przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy jest priorytet w strukturze zobowiązań<sup>13</sup>. Struktura pasywów banków pod względem priorytetu spłaty wierzycieli odzwierciedla hierarchię, według której środki są wypłacane w przypadku niewypłacalności instytucji finansowej. Na samym dole tej struktury znajduje się kapitał własny. Chodzi tu przede wszystkim o akcje zwykłe (*common equity*), które jako pierwsze absorbują straty i pełnią funkcję bufora kapitałowego. Z kolei najwyższy priorytet przysługuje finansowaniu krótkoterminowemu zabezpieczonemu, np. transakcjom repo, swapom, asset-backed commercial paper (ABCP), które są ściśle powiązane z konkretnymi aktywami i podlegają natychmiastowej spłacie przy niewywiązaniu się ze zobowiązań.

Struktury finansowania banków są w dużym stopniu kształtowane przez obowiązujące regulacje płynnościowe i kapitałowe. Wymogi takie jak wskaźnik pokrycia płynności (LCR) czy wskaźnik stabilnego finansowania netto (NSFR) premiuje stabilne, długoterminowe źródła finansowania, ograniczając jednocześnie praktyczne

<sup>13</sup> Global Financial Stability..., op. cit., s. 108 i dalsze.



możliwości korzystania z bardziej niestabilnych instrumentów krótkoterminowych. Z kolei regulacje kapitałowe, oparte na standardach Bazylei III, wymuszają utrzymywanie odpowiednich buforów kapitałowych, co bezpośrednio wpływa na skalę i strukturę bilansu, a tym samym na możliwość dalszego pozyskiwania finansowania. Banki muszą również utrzymywać na określonym poziomie wskaźnik dźwigni finansowej. W rezultacie regulacje te determinują nie tylko koszt finansowania, lecz również zakres i warunki, na jakich bank może realnie korzystać z różnych jego form. Z tego wynika, że w odróżnieniu od przedsiębiorstw niefinansowych, decyzje banków dotyczące źródeł finansowania są w dużej mierze determinowane przez wymogi nadzorcze, a nie wyłącznie przez optymalizację kosztów kapitału czy preferencje inwestorów. WFD będzie kolejną regulacją wpływającą na kształt struktury pasywów banków i ograniczającą swobodę banków w kształtowaniu struktury finansowania adekwatnej do charakteru aktywów.

Warto podkreślić, że w niektórych krajach Unii Europejskiej – w szczególności w państwach południowej Europy – istotnym źródłem finansowania banków były przez dłuższy okres operacje długoterminowego refinansowania (LTRO i TLTRO) prowadzone przez Europejski Bank Centralny<sup>14</sup>. Instrumenty te, wprowadzone w odpowiedzi na kryzysy płynnościowe i niską inflację, umożliwiły bankom dostęp do taniego, długoterminowego finansowania, często przy braku alternatywnych stabilnych źródeł. W krajach takich jak Włochy, Hiszpania, Grecja czy Portugalia operacje LTRO miały charakter nie tylko antykryzysowy, ale również strukturalny (stanowiły istotną część pasywów sektora bankowego). Wraz z wygaszaniem tych instrumentów obserwuje się proces „normalizacji” struktury finansowania, polegający na powrocie do bardziej rynkowych źródeł kapitału.

Poszukując pewnych prawidłowości w strukturach finansowania należy wskazać, że w krajach rozwiniętych, z wyjątkiem Japonii, obserwuje się szersze wykorzystanie finansowania hurtowego, podczas gdy w gospodarkach wschodzących dominują depozyty detaliczne, co czyni ich systemy bardziej jednorodnymi<sup>15</sup>. Duże banki częściej wykorzystują finansowanie dłużne kosztem kapitału i depozytów, natomiast banki tradycyjne (depozytowo-kredytowe), operujące w bardziej bezpiecznym modelu działalności, charakteryzują się niższym uzależnieniem od finansowania hurtowego<sup>16</sup>.

W badaniu przeprowadzonym przez pracowników Uniwersytetu Gdańskiego (2020) wyodrębniono cztery modele finansowania, które obejmują strukturę zobowiązań, w tym depozytów sektora niefinansowego, finansowania hurtowego, długu i kapitału w odniesieniu do aktywów ogółem<sup>17</sup>. Powyższe źródła finansowania mają wg autorów artykułu istotny wpływ na poziom stabilności sektora bankowego, gdyż łączą się z różnymi kosztami oraz ryzykiem. Modele finansowania banków były weryfikowane w 24 krajach w okresie 2010-2016<sup>18</sup>.

Model A został przez autorów badania zidentyfikowany w takich krajach jak Bułgaria, Czechy, Litwa, Polska, Rumunia i Słowacja. Charakteryzuje się on silnym uzależnieniem finansowania banków od krajowych źródeł depozytowych, zarówno ze strony gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw niefinansowych. W obu przypadkach ich udział w aktywach ogółem przekracza średnią dla Unii Europejskiej. W strukturze pasywów istotną rolę odgrywają również kapitał własny i rezerwy, których relacja do aktywów również kształtuje się powyżej średniej unijnej. Jednocześnie model ten cechuje się relatywnie niskim poziomem zadłużenia (udział instrumentów dłużnych w finansowaniu pozostaje znacząco poniżej średniej UE). Szczególnie niski jest udział depozytów międzynarodowych instytucji finansowych (*international monetary funding* – IMF), co wskazuje na ograniczone korzystanie z zewnętrznych źródeł hurtowych. Model A można uznać za bardzo konserwatywny i wewnętrznie zrównoważony, oparty głównie na krajowej bazie depozytowej oraz wysokim poziomie kapitałów własnych. Warto tutaj podkreślić bardzo ważną sprawę wpływającą na stabilność struktury finansowania, a mianowicie krajowy charakter finansowania.

Model B został zidentyfikowany w takich krajach jak Irlandia, Luksemburg, Łotwa, Malta oraz Wielka Brytania. Jego cechą charakterystyczną jest ponadprzeciętny udział zobowiązań zewnętrznych (*cross-border liabilities*) w relacji do aktywów ogółem, co wskazuje na silną orientację międzynarodową sektora bankowego i znaczne powiązania transgraniczne. Mimo wysokiego udziału finansowania zagranicznego, udział instrumentów dłużnych w strukturze finansowania pozostaje relatywnie niski, co odróżnia ten model od klasycznych struktur hurtowego finansowania opartego na emisji długu. Model B można interpretować jako charakterystyczny dla systemów bankowych o dużym znaczeniu międzynarodowym,

<sup>14</sup> P. Kowalewski, B. Lepczyński, Targeted Longer-Term Refinancing Operations – history and evolution from the perspective of commercial banks' ability to meet liquidity requirements, Bank i Kredyt 54(6), 2023.

<sup>15</sup> Global Financial Stability..., op. cit., s. 107-111.

<sup>16</sup> Tamże.

<sup>17</sup> M. Penczar, M. Liszewska, L. Kujawski, *The Impact of Funding Structure on EU Banking Sector Stability* Polityki Europejskie, Finanse i Marketing, 24 (73) 2020. Opisane dalej modele A, B, C, D autorzy artykułu przedstawili na stronach 146 i 147.

<sup>18</sup> Tamże, s. 147.

w których przepływy kapitałowe i rola zagranicznych podmiotów są dominującym czynnikiem kształtującym strukturę pasywów.

Model C zidentyfikowany przez autorów omawianego artykułu w Finlandii, Holandii i Szwecji charakteryzuje się wysokim udziałem zobowiązań zewnętrznych i długu w finansowaniu, przy niskim poziomie depozytów gospodarstw domowych oraz kapitału i rezerw w relacji do aktywów ogółem. W tym modelu mamy do czynienia z niskim udziałem depozytów MFI w strukturze finansowania.

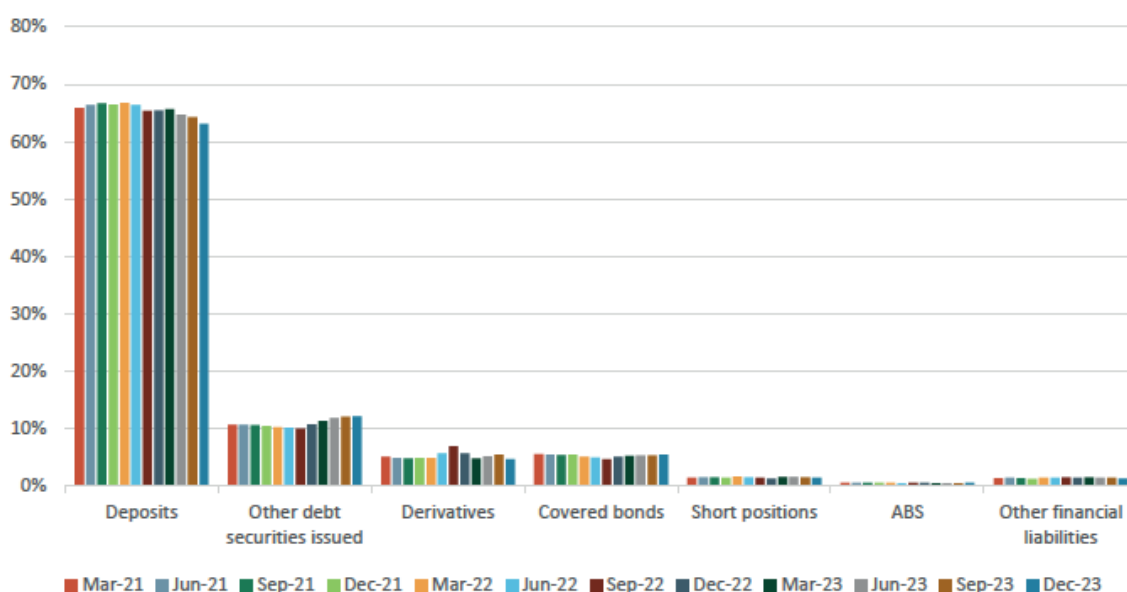
Model D (Austria, Belgia, Cypr, Francja, Hiszpania, Niemcy, Portugalia, Słowenia, Węgry, Włochy) odznacza się udziałem depozytów gospodarstw domowych i MFI w relacji do aktywów ogółem na poziomie zbliżonym do średniej UE.

Głównym celem opisywanego badania było określenie wpływu modelu finansowania na stabilność sektora bankowego, dlatego skupiono się na zmiennych związanych ze strukturą finansowania<sup>19</sup>. Wyniki badania wskazują, że istnieją dwie statystycznie istotne zmienne po stronie pasywów bilansu banków: wskaźnik depozytów gospodarstw domowych do aktywów ogółem i wolumen papierów dłużnych. Okazało się, że udział tej pierwszej zmiennej niezależnej w strukturze finansowania ma pozytywny wpływ na zmienną zależną, podczas gdy wpływ wolumenu papierów dłużnych jest ujemny.

Depozyty gospodarstw domowych są uznawane za stabilne źródło finansowania, co powinno prowadzić do niższego ryzyka całego sektora bankowego. Zgodnie z tym dowodzi się większej niestabilności banków, które są zależne od niedepozytowych źródeł finansowania. Przedstawione modele finansowania banków wywołują jednak uzasadnione naszym zdaniem pytanie, czy wyniki dotyczące struktury zobowiązań są nadal aktualne, gdyż obejmują dane z okresu 2010-2016, a w latach 2020-2024 dokonały się istotne zmiany w innowacjach technologicznych, strategiach i modelach biznesowych banków. Znaczenie ma tu zwłaszcza kwestia poziomu cyfryzacji i łatwości wypływu depozytów za pośrednictwem zdalnych kanałów dostępu, o czym świadczy m.in. amerykański kryzys bankowy z 2023 r.

Z uwagi na cel opracowania skoncentrowano się przede wszystkim na źródłach obcych finansowania. Można je analizować na dwa sposoby. Po pierwsze jako procent całej sumy bilansowej. W drugim ujęciu odnosi się poszczególne elementy finansowania do zobowiązań ogółem. Na rysunku 1.1. przedstawiono strukturę finansowania (bez kapitałów) jako procent całej sumy bilansowej.

W latach 2021–2023 struktura finansowania banków w strefie euro pozostawała stabilna. Po stronie pasywów banków UE/EOG depozyty były najważniejszym i stabilnym źródłem finansowania. Dominujące źródło finansowania stanowiły depozyty gospodarstw



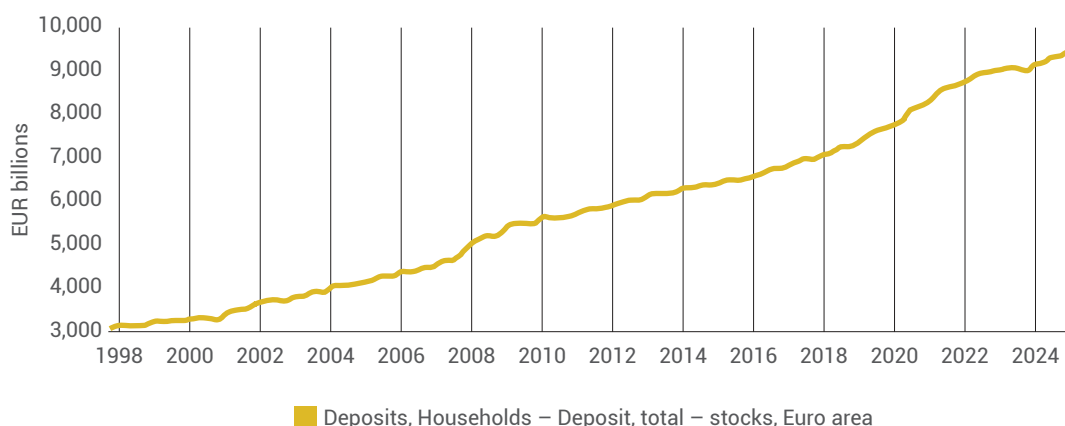
**Rysunek 1.1.** Struktura finansowania banków UE/EOG – dane na koniec grudnia 2023 r. (procent sumy bilansowej)

Źródło: EBA Report – Analysis on EU/EEA banks funding structure and their dependence on assets and liability exposures in foreign currency, EBA/REP/2025/10, April 2025, s. 33.

<sup>19</sup> Tamże, s. 143.



ECB Data Portal, 24 April 2025, 15:39 CET



**Rysunek 1.2.** Wartość depozytów gospodarstw domowych dla krajów strefy euro w latach 1997 (koniec września) – 2025 (koniec lutego)

Źródło: ESCB

domowych, a udziały pozostałych form finansowania (instrumentów dłużnych, instrumentów pochodnych, listów zastawnych, ABS-ów) stanowiły znacznie mniejszy odsetek ogólnej sumy pasywów. Brak istotnych przesunięć w strukturze pasywów wskazuje na niewystępowanie szoków rynkowych oraz trwałość przyjętych modeli finansowania.

Banki w UE/EOG opierają stabilność finansową w dużej mierze na tradycyjnym modelu finansowania opartym na depozytach, co bezsprzecznie sprzyja bezpieczeństwu i przewidywalności źródeł pasywów. Jednocześnie brak większych zmian wskazuje na dojrzałość i względną równowagę struktury finansowania w analizowanym regionie.

Kluczowa kategoria depozytów, czyli depozyty gospodarstw domowych, od wielu lat stale przyrasta. Od końca września 1997 r. do końca lutego 2025 r. wartość depozytów gospodarstw domowych w strefie euro wzrosła trzykrotnie.

Na koniec lutego 2025 r. depozyty gospodarstw domowych zgromadzone w bankach krajów strefy euro wyniosły 9,5 bln euro. Nominalne tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych w strefie euro w 2024 r. wyniosło 3,7%. Na podstawie tych danych można sformułować tezę, że system bankowy w strefie euro dysponuje trwałą i rosnącą bazą depozytową, co stanowi stabilne źródło finansowania i wzmacnia odporność sektora na szoki płynnościowe. Podobna sytuacja występuje w najbardziej nas interesujących z punktu widzenia celu raportu krajach Europy Środkowo-Wschodniej, przy czym, co warto wyraźnie podkreślić, tempo wzrostu depozytów jest szybsze (w Polsce wyniosło wg obliczeń opartych na danych

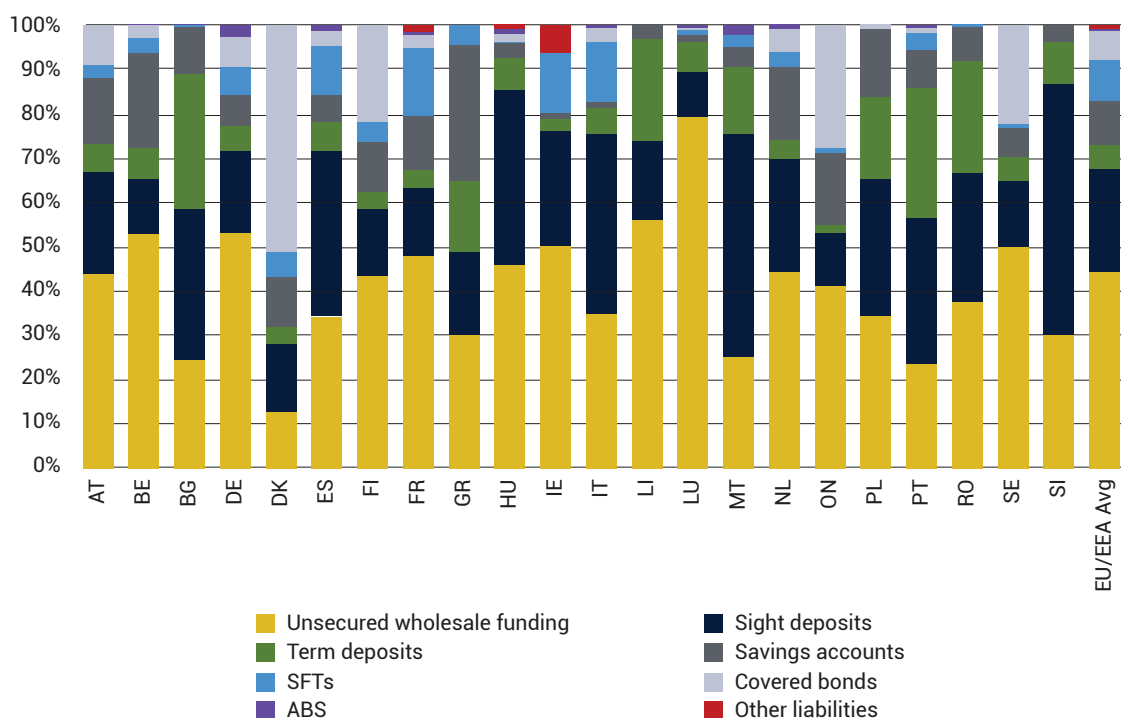
statystycznych NBP w przypadku depozytów wobec osób prywatnych w 2024 r. 10,1%).

W pasywach banków UE/EOG odnotowano spadek udziału finansowania pozyskiwanego z banków centralnych, co potwierdza wyraźny trend zmniejszania zależności sektora bankowego od tego źródła na rzecz instrumentów rynkowych. Zaobserwowany spadek udziału finansowania pochodzącego z banków centralnych należy interpretować jako przejaw procesu normalizacji warunków funkcjonowania sektora bankowego w krajach europejskich. Zmniejszająca się rola środków pochodzących z nadzwyczajnych mechanizmów płynnościowych wskazuje na wygaszanie interwencyjnych funkcji banków centralnych, które były istotnym elementem wsparcia w okresach niestabilności gospodarczej, w tym po globalnym kryzysie finansowym oraz w czasie pandemii COVID-19.

W dalszej części rozdziału skupiono się na porównaniach między krajami UE. Wyróżniono homogeniczne pod względem struktur finansowania grupy krajów.

Rysunek 1.3. przedstawia strukturę finansowania banków w poszczególnych krajach UE/EOG według stanu na koniec 2023 r., z uwzględnieniem udziału różnych kategorii pasywów (zobowiązań). Zestawienie pokazuje, jak różne typy źródeł finansowania rozkładają się procentowo w strukturze zobowiązań banków w poszczególnych krajach. Główny wniosek sprowadza się do stwierdzenia, że struktury finansowania banków w UE/EOG wg krajów są umiarkowanie zróżnicowane.

Średni łączny udział depozytów bieżących, rachunków oszczędnościowych i depozytów terminowych



**Rysunek 1.3.** Struktury finansowania banków wg krajów – dane na koniec 2023 r. jako procent zobowiązań (w obliczeniach nie uwzględniono kapitałów własnych)

Źródło: EBA Report – Analysis on EU/EEA banks funding structure and their dependence on assets and liability exposures in foreign currency, EBA/REP/2025/10, April 2025, s. 15.

(sight, savings, term) wyniósł w badanych krajach na koniec 2023 r. 76,7%. Odchylenie standardowe udziałów pomiędzy krajami wyniosło 7,9 punktów procentowych, co wskazywałoby na pewne, ale niezbyt duże zróżnicowanie. Współczynnik zmienności (CV), będący relacją odchylenia do średniej, ukształtował się na poziomie 0,10.

Współczynnik zmienności na tym poziomie wskazuje na stosunkowo niską zmienność w łącznym udziale depozytów w strukturze zobowiązań banków między badanymi krajami. Oznaczałoby to, że mimo różnic w strukturze rynkowej i modelach bankowości, depozyty klientów – szczególnie detalicznych – pozostają dominującym i relatywnie stabilnym źródłem finansowania w większości krajów UE/EOG.

Drugi ważny wniosek sprowadza się do stwierdzenia, że tam, gdzie jest mniej depozytów w strukturze zobowiązań, banki posiłkują się listem zastawnym. Polska wykazuje minimalny udział emisji papierów dłużnych oraz niewielkie finansowanie międzybankowe. Banki w Polsce pozostają od początku transformacji gospodarczej słabo zintegrowane z rynkiem kapitałowym

w zakresie finansowania, co ogranicza możliwości dywersyfikacji, ale jednocześnie zwiększa odporność na zewnętrzne szoki rynkowe.

Na podstawie informacji przedstawionych na rysunku 1.3. przedstawiono klasyfikację struktur zobowiązań w bankach europejskich. Na ogólnym poziomie analizy zasadne jest dokonanie podstawowego podziału na dwa typy systemów: z przewagą finansowania detalicznego oraz z przewagą finansowania hurtowego i rynkowego.

Tego typu dychotomiczne rozróżnienie jest istotne zarówno z perspektywy stabilności finansowej, jak i zarządzania ryzykiem. Systemy oparte na finansowaniu detalicznym, w szczególności na depozytach gospodarstw domowych, charakteryzują się zazwyczaj większą odpornością na zakłócenia rynkowe oraz niższą zmiennością kosztów finansowania. Z kolei modele oparte na finansowaniu hurtowym, choć zazwyczaj oferują większą elastyczność i potencjał skalowania działalności, są bardziej narażone na ryzyko rynkowe, w tym zmienność stóp procentowych, spreadów kredytowych oraz dostępności płynności na rynkach.



**Tablica 1.1.** Kraje europejskie – finansowanie detaliczne i hurtowe

| Rodzaj finansowania                | Przykłady krajów        | Cechy dominujące                                | Stabilność              | Ryzyko rynkowe |
|------------------------------------|-------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------|----------------|
| Przewaga finansowania detalicznego | Polska, Rumunia, Węgry  | Wysoki udział depozytów klientów indywidualnych | Wysoka                  | Niskie         |
| Przewaga finansowania hurtowego    | Niemcy, Holandia, Dania | Znaczna rola listów zastawnych i emisji długu   | Umiarkowana/<br>Wysoka* | Wyższe         |

Legenda:

\* W systemach takich jak Niemcy czy Holandia (mimo przewagi finansowania rynkowego) stabilność pozostaje bardzo wysoka dzięki silnym ramom prawnym i jakości instrumentów dłużnych (np. Pfandbriefe).

Źródło: Opracowanie własne.

W państwach takich jak Litwa, Łotwa, Węgry, Polska, Cypr, Grecja, Malta czy Portugalia dominującym źródłem finansowania pozostają depozyty gospodarstw domowych, podczas gdy instytucje z pozostałych krajów w większym stopniu opierają się na finansowaniu rynkowym. Bardziej pogłębiona analiza narzuca podział na trzy grupy krajów (homogeniczne wewnątrznie, a heterogeniczne względem siebie). Na

potrzeby badań każdą z tych grup nazwaliśmy i określiliśmy jej plusy i minusy z perspektywy stabilności finansowej. Żeby ocenić stabilność wyodrębnionych struktur finansowania (w tym przypadku chodzi o strukturę zobowiązań) wyodrębniliśmy cechy takiej struktury. W następnym kroku oceniliśmy wyodrębnione klasy pod tym kątem i określiliśmy plusy i minusy.

**Tablica 1.2.** Homogeniczne grupy krajów europejskich pod względem struktur finansowania

| Grupa                                                                                                                                 | Charakterystyka                                                                                                                                                                                                                                                           | Perspektywa stabilności finansowej                            |                                                 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
|                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                           | Plusy                                                         | Minusy                                          |
| <b>Struktury oparte na depozytach detalicznych</b><br>Słowenia, Malta, Litwa, Polska, Portugalia, Chorwacja, Rumunia, Łotwa, Bułgaria | Dominują depozyty terminowe i depozyty bieżące – często łącznie ponad 80% zobowiązań<br>Marginalny udział finansowania hurtowego i instrumentów rynkowych<br>Struktura typowa dla krajów o konserwatywnym modelu bankowości, silnie zorientowanym na klienta detalicznego | Wysoki poziom stabilności zobowiązań                          | Niska dywersyfikacja                            |
| <b>Systemy mieszane</b><br>Austria, Belgia, Hiszpania, Irlandia, Portugalia, Włochy, Norwegia                                         | Depozyty ważnym źródłem finansowania, ale znaczna rola instrumentów rynkowych, przy czym nie ma jednego dominującego źródła                                                                                                                                               | Wysoka elastyczność struktury, zróżnicowana baza finansowania | Większa wrażliwość na zmiany warunków rynkowych |
| <b>Systemy silnie zintegrowane z rynkiem listów zastawnych</b><br>Dania, Niemcy, Holandia, Luksemburg, Szwecja                        | Duże znaczenie listów zastawnych, które stanowią podstawowy mechanizm refinansowania kredytów hipotecznych                                                                                                                                                                | Stabilne finansowanie rozwoju kredytów hipotecznych           | Zależność od dobrej kondycji rynku długu        |

Źródło: Opracowanie własne.

Reasumując, struktury finansowania banków w Europie charakteryzują się stosunkowo wysokim poziomem bezpieczeństwa i w ten sposób sprzyjają długoterminowej stabilności finansowej sektora. Kluczowym elementem tych struktur jest dominacja stabilnych źródeł pasywów, w szczególności depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, charakteryzujących się wysokim poziomem retencji i niską podatnością na odpływy. Depozyty tworzą podstawę trwałości europejskiego modelu finansowania banków i jego odporności na zewnętrzne szoki makroekonomiczne.

Jednocześnie w wielu krajach europejskich (w krajach niemieckojęzycznych i krajach nordyckich) istotną rolę odgrywają listy zastawne (*covered bonds*), które stanowią od dekad regulowany, bezpieczny i efektywny mechanizm długoterminowego refinansowania kredytów hipotecznych.

Europejskie systemy finansowania banków charakteryzują się również ograniczonym uzależnieniem od krótkoterminowego finansowania hurtowego, co zmniejsza ich wrażliwość na wstrząsy płynnościowe.

W krajach bardziej rozwiniętych widoczna jest większa dywersyfikacja źródeł finansowania, która umożliwia elastyczne zarządzanie pasywami bez rezygnacji z bezpieczeństwa. Co istotne, struktury te są zazwyczaj dobrze dopasowane do profilu aktywów banków, co zwiększa ich odporność w horyzoncie średnio- i długoterminowym. W krajach postsocjalistycznych struktura finansowania sektora bankowego często określana jest jako monokulturowa, co oznacza dominację depozytów klientów detalicznych i ograniczoną rolę rynku kapitałowego i długu hurtowego.

## 1.2. Wskaźnik kredytów do depozytów jako wskaźówka zapotrzebowania na finansowanie hurtowe

W analizie struktur finansowych banków i zarządzania bilansem bardzo ważną rolę odgrywa wskaźnik kredytów do depozytów (*Loan-to-Deposit – LDR*). Odzwierciedla on relację pomiędzy wartością udzielonych kredytów a poziomem zgromadzonych depozytów. Jest to uproszczona miara samowystarczalności banku w zakresie rozwoju akcji kredytowej. W ujęciu statystycznym jest nominantą. Zbyt niski wskaźnik sygnalizuje raczej problemy z tempem wzrostu kredytów. Warto jeszcze wspomnieć, że LDR może niezamierzenie zwiększać udział słabiej regulowanych podmiotów kredytowych. Pomimo pewnych ograniczeń LDR jest przydatnym narzędziem do

oceny stabilności struktury finansowania w bankach i wskaźówką zapotrzebowania na finansowanie hurtowe.

W Korei Południowej<sup>20</sup> wskaźnik ten stosowany jest jako narzędzie polityki makroostrożnościowej i został wprowadzony w celu ograniczenia wzrostu kredytów zależnych od hurtowego finansowania banków<sup>21</sup>. Doświadczenia koreańskie pokazały, że po wprowadzeniu regulacji wskaźnika kredytów do depozytów (LDR), wskaźnik LDR pozostawał nieprzerwanie poniżej 100% od 2011 r., ponieważ hurtowe finansowanie banków spadło, a ich depozyty wzrosły<sup>22</sup>. W 2023 r. w Korei Południowej tymczasowo złagodzone wskaźnik LDR.

Wartość wskaźnika LDR zbliżona do 100% świadczy o zrównoważonym modelu finansowania, w którym kredyty pokrywane są niemal w całości z depozytów. Wskaźnik przekraczający 100% wskazuje, że bank musi sięgać po dodatkowe, często bardziej niestabilne źródła finansowania w celu dalszego rozwoju akcji kredytowej. Z kolei wartość znacznie poniżej 100% może oznaczać dużą bazę depozytową przy ograniczonej akcji kredytowej lub konserwatywną strategię zarządzania aktywami. Wskaźnik LDR może różnić się również w zależności od typu banków. Niskie wskaźniki wykazują w dłuższym okresie często banki spółdzielcze.

„Przed globalnym kryzysem finansowym międzynarodowe otoczenie gospodarcze charakteryzowało się połączeniem silnego wzrostu gospodarczego, historycznie niskich stóp procentowych, zredukowanych premii za ryzyko oraz obfitej płynności rynkowej. Warunki te sprzyjały ekspansji kredytowej i zachęcały zarówno banki, jak i kredytobiorców do podejmowania większego ryzyka. W tym okresie lewarowanie banków rośnie znacząco, głównie za sprawą dynamicznego wzrostu portfeli kredytowych. Choć wartość depozytów również rosła – częściowo kompensując ekspansję kredytową – w wielu instytucjach tempo udzielania kredytów przewyższało tempo pozyskiwania depozytów. W rezultacie, wiele banków zaczęło coraz bardziej polegać na finansowaniu hurtowym i rynkowym, aby pokryć rosnącą lukę finansową. Zmiana ta sprawiła, że system finansowy stał się bardziej powiązany i podatny na szoki płynnościowe (...)”<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> Miernik LDR stosuje się regulacyjnie m.in. w Nowej Zelandii, na Słowacji, w Irlandii, Austrii.

<sup>21</sup> H. S. Shinn, J. Y. Lee, J. Park, *Macroprudential frameworks, implementation and relationship with other policies in Korea*, BIS Papers No 94, s. 222.

<sup>22</sup> Tamże.

<sup>23</sup> EU Banks Funding..., op. cit., s. 8.



W rezultacie powstała nierównowaga między kredytami a depozytami, która w ówczesnych realiach stanowiła istotną słabość strukturalną systemu bankowego, ujawnioną w pełni w momencie zaostreżenia warunków płynnościowych podczas kryzysu<sup>24</sup>.

Od tego czasu dużo się zmieniło. W większości krajów strefy euro i w krajach Europy Środkowo-Wschodniej wskaźnik kredytów do depozytów jest mniejszy niż 100%. Nie ma więc silnej presji na finansowanie hurtowe.

Wskaźnik kredytów do depozytów pozwala również uchwycić różnice w modelach biznesowych banków – np. stopień uzależnienia od depozytów detalicznych czy intensywność wykorzystania rynkowych źródeł finansowania. Jednocześnie jest to wskaźnik istotny z perspektywy nadzoru i polityki makroostrożnościowej, gdyż wskazuje na potencjalne napięcia w strukturze finansowania oraz na trwałość modeli bilansowych w długim horyzoncie. LDR umożliwia również ocenę podatności systemów bankowych (lub poszczególnych banków) na szoki zewnętrzne.

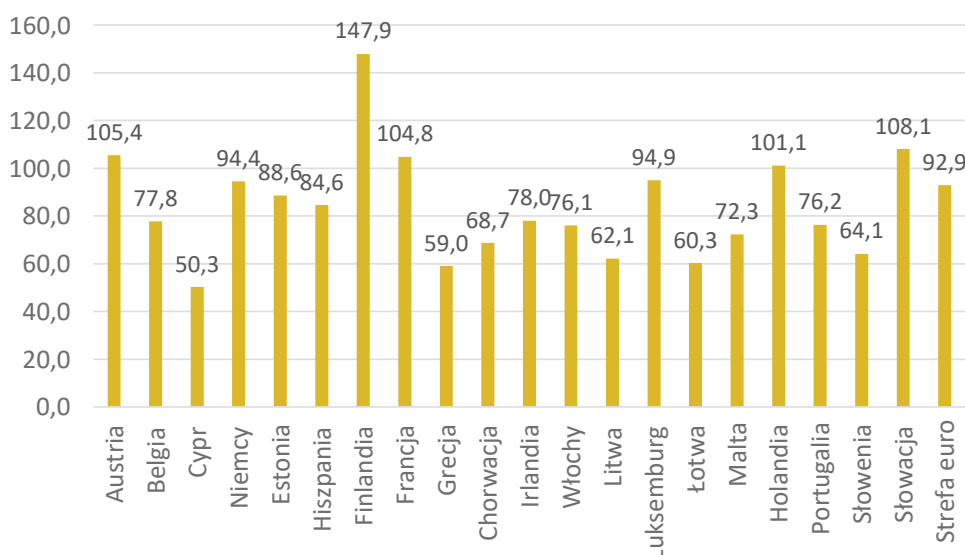
Można również przyjąć, że jeśli wskaźnik LDR się zmniejsza, to presja na finansowanie hurtowe również ulega zmniejszeniu. Z badań międzynarodowej agencji ratingowej S&P wynika, że historycznie emisja listów zastawnych jest silnie skorelowana z różnicą między wzrostem kredytów a depozytów<sup>25</sup>.

Z informacji przedstawionych na rysunku 1.4. wynika, że w zdecydowanej większości krajów strefy euro wskaźnik kredytów do depozytów (LDR) był na koniec lutego 2025 r. poniżej poziomu 100%, co świadczy o stosunkowo konserwatywnym modelu finansowania, opartym głównie na depozytach, a nie na finansowaniu hurtowym. Tylko nieliczne kraje, takie jak Finlandia (147,9%), Słowacja (108,1%), Austria (105,4%), Francja (104,8%) czy Holandia (101,1%), przekraczają tę granicę, co może świadczyć o większym uzależnieniu ich systemów bankowych od finansowania pozadepozytowego, w tym instrumentów rynkowych.

Z kolei najniższe wartości wskaźnika, widoczne m.in. na Cyprze (50,3%), w Grecji (59,0%), na Litwie (62,1%) i Łotwie (60,3%), mogą wskazywać m.in. na znaczne nadwyżki depozytów nad kredytami i bardzo ograniczony popyt na kredyt.

W kontekście polityki makroostrożnościowej, te dane potwierdzają, że presja na finansowanie rynkowe w większości krajów UE jest dziś ograniczona, a struktury pasywów są relatywnie odporne na zewnętrzne szoki płynnościowe.

W krajach o niskim udziale depozytów w strukturze zobowiązań, wskaźnik LDR jest wysoki, a banki częściej korzystają z instrumentów rynkowych – szczególnie listów zastawnych – jako źródeł finansowania. W krajach o wysokim udziale depozytów detalicznych, wskaźnik LDR jest niski, co wskazuje



**Rysunek 1.4.** Relacja kredytów do depozytów w systemach bankowych krajów strefy euro – dane na koniec 4Q 2024

Źródło: <https://data.ecb.europa.eu/main-figures/banks-balance-sheet/deposits?tab=Loan-to-deposit+ratio> [dostęp: 24.04.2025].

<sup>24</sup> Tamże.

<sup>25</sup> Covered Bond Outlook 2025. Lower rates, higher uncertainty, Dec. 6, 2024, S&P, s. 8.

na konserwatywne, stabilne modele finansowania – oparte głównie na tradycyjnych depozytach.

W Polsce wskaźnik kredytów do depozytów jest bardzo niski. Opierając się na danych statystycznych UKNF wskaźnik ten wyniósł na koniec 2024 r. (relacja należności bez utraty wartości – sektor niefinansowy – 1,14 bln zł do depozytów sektora niefinansowego – 1,96 bln zł)<sup>26</sup> 58%. Nie ma więc naturalnej potrzeby sięgania po listy zastawne czy inne rodzaje finansowania hurtowego. Presja na finansowanie hurtowe (w tym emisję listów zastawnych) jest obecnie ograniczona w sposób strukturalny, czyli wynikający z trwałych, wewnętrznych cech systemu bankowego, a nie z przejściowych uwarunkowań rynkowych.

Udział listów zastawnych w finansowaniu można zwiększyć regulacyjnie – tak jak to proponuje KNF. Pojawia się jednak w tym kontekście pytanie, czy jest taka potrzeba ekonomiczna? Realnym problemem w Polsce jest słabe wykorzystanie bazy depozytowej do rozwoju gospodarczego. Bardzo niska wielkość wskaźnika kredytów do depozytów wskazuje także na to, że polskie banki mają spory potencjał finansowania atrakcyjnych biznesowo lub racjonalnych projektów inwestycyjnych zgłaszanych przez podmioty z sektora niefinansowego. Zdolność do finansowania rozwoju gospodarczego nie wynika obecnie z potrzeby pozyskiwania środków (nie ma presji po stronie pasywów), lecz z umiejętności ich sensownego ulokowania. Dodatkowo w efektywnej alokacji kapitału przeszkadzają szkodliwe regulacje, takie jak podatek bankowy, który pełni funkcję fiskalną a nie ograniczającą ryzyko i prowadzi do błędnej alokacji kapitału. Podatek naliczany jest bowiem od aktywów, a nie od ryzykownych pasywów.

Niski wskaźnik kredytów do depozytów można postrzegać także jako niewykorzystany potencjał wzrostu gospodarki. W dużym stopniu wynika to z faktu, że nie uruchomiono silnych motywacji do rozwoju lub modernizacji, które skłaniałyby przedsiębiorstwa ze sfery realnej gospodarki do prowadzenia intensywnej działalności inwestycyjnej.

W kontekście struktury pasywów i zobowiązań należy odnieść się również do struktury terminowej aktywów. Dane wskazują, że 21% aktywów bankowych w UE i EOG posiadało zapadalność krótszą niż jeden rok, natomiast 79% to aktywa długoterminowe<sup>27</sup>. Wśród nich dominowały aktywa o zapadalności od 1 do 5 lat (31%), następnie od 5 do 10 lat (25%) oraz powyżej 10 lat (23%)<sup>28</sup>.

Taka struktura aktywów rodzi naturalne wyzwania w zakresie dopasowania terminowego po stronie pasywów. W sytuacji, gdy dominującym źródłem finansowania pozostają depozyty – często o charakterze krótkoterminowym lub „na żądanie” – pojawia się strukturalna luka terminowa (*maturity mismatch*). Oznacza to, że banki komercyjne muszą skutecznie zarządzać ryzykiem płynności wynikającym z konieczności refinansowania krótkoterminowych zobowiązań przy jednoczesnym utrzymywaniu aktywów o długim okresie zapadalności. Ten problem jest jednak ograniczony z uwagi na wysoki osad w depozytach polskich banków. Klienci polskich banków wykazują naturalną skłonność do przenoszenia środków z depozytów bieżących na lokaty terminowe i vice versa, ale nie do wycofywania ich z banków.

Długoterminowy charakter znacznej części aktywów w bankach podkreśla potrzebę stabilnych i przewidywalnych źródeł finansowania. Do takich z pewnością można zaliczyć depozyty detaliczne czy finansowanie długoterminowe z rynku kapitałowego w postaci listów zastawnych. Wskazane źródła finansowania zmniejszają wrażliwość banków na zmienność rynkową i wzmacniają ich odporność systemową. W przypadku listów zastawnych stabilizująco działa przede wszystkim rozwój krajowego rynku, co w krótkim okresie może być w Polsce bardzo trudne do zrealizowania.

Warto wyraźnie zaznaczyć, że źródłem problemu nie jest wysoki udział depozytów gospodarstw domowych. Niestabilność struktury pasywów pojawia się w sytuacji zbyt wysokiej dźwigni finansowej<sup>29</sup> i zbyt dużego udziału krótkoterminowego finansowania hurtowego. Krótkoterminowe finansowanie hurtowe ma oczywiście zalety, ale przeważają ciemne strony tego finansowania. Nadmierne poleganie na tym źródle może prowadzić do agresywnej polityki kredytowej i obniżenia standardów oceny ryzyka, co w konsekwencji może prowadzić do wzrostu wskaźnika NPLs. Ograniczona skuteczność mechanizmów dyscyplinujących inwestorów krótkoterminowych często dodatkowo potęguje te problemy<sup>30</sup>. W sytuacjach kryzysowych finansowanie hurtowe bywa podatne na nagłe odpływy kapitału (*sudden stops*)<sup>31</sup>.

W związku z tym, kluczowe znaczenie zyskują mechanizmy zarządzania płynnością oraz wymogi regulacyjne, takie jak LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) i NSFR (*Net Stable Funding Ratio*), które wymuszają odpowiednie dopasowanie profilu finansowania do struktury aktywów.

<sup>26</sup> Dane dotyczyły sektora bankowego.

<sup>27</sup> Risk Assessment Report of the European Banking Authority, EBA/REP/2024/12, July 2024.

<sup>28</sup> Tamże.

<sup>29</sup> Wysoka dźwignia finansowa jest w tym przypadku rozumiana jako zbyt niski udział kapitału własnego w pasywach banku.

<sup>30</sup> R. Huang, L. Ratnovski, The Dark Side of Bank Wholesale Funding, May 08, <https://www.bis.org/bcbs/events/rtf08rtmfs/huangratnovski.pdf> [dostęp: 3.05.2025].

<sup>31</sup> Tamże.



# Stabilność struktury finansowania w polskim sektorze bankowym – case study depozytów



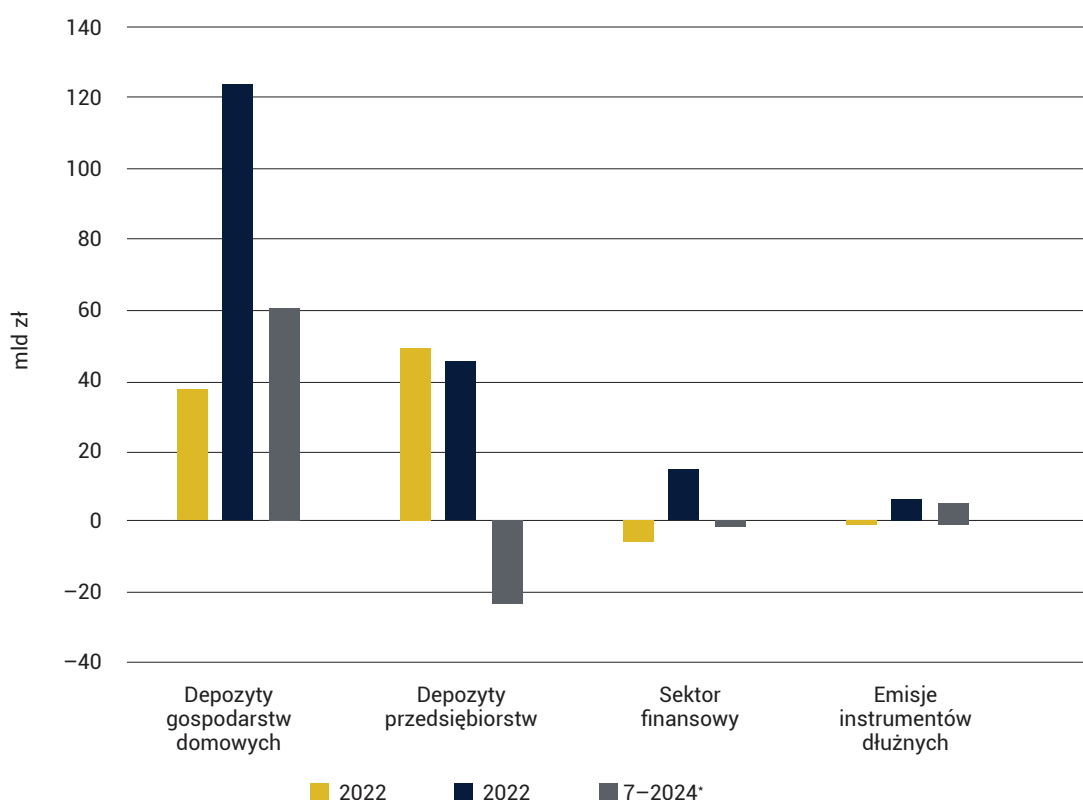
## 2.1. Stabilność depozytów w Polsce – argumenty za i przeciw

„Depozyty są głównym źródłem finansowania dla banków, centralnym elementem ich funkcji wymagalności i transformacji płynności, źródłem dodatknych marż pośrednictwa i w większości przypadków, tańszą i bardziej stabilną formą krótkoterminowego finansowania niż alternatywy rynkowe”<sup>32</sup>. Ich średni udział w całkowitych zobowiązaniach banków europejskich przekracza 60%<sup>33</sup>.

W Polsce mamy do czynienia z większym udziałem depozytów w zobowiązaniach niż w krajach charakteryzujących się bardziej rozwiniętymi sektorami bankowymi, w których istotną rolę odgrywa finansowanie hurtowe. Taka sytuacja jest typowa dla krajów ze słabym rynkiem kapitałowym i awersją do ryzyka

wśród gospodarstw domowych. W Polsce mamy przewagę pieniędzy „new money” i obawę w społeczeństwie przed ich utratą. „Zdecydowana większość gospodarstw domowych nie korzysta z doradztwa finansowego polegającego na przedstawieniu klientowi indywidualnej rekomendacji dotyczącej inwestycji finansowej, co na innych rynkach europejskich uznawane jest za pożądaną formę podstawowej usługi dla klienta”<sup>34</sup>.

Silną stroną polskiego sektora bankowego jest struktura depozytów z dużym udziałem depozytów gospodarstw domowych. To z kolei oznacza, że ważnym segmentem działalności polskich banków jest bankowość detaliczna, która ma znaczenie stabilizujące. Banki detaliczne są narażone na ryzyko płynności i kredytowe<sup>35</sup>. „Radzą one sobie z tym ryzykiem, przyciągając znaczną liczbę klientów – zarówno



**Rysunek 2.1.** Zmiana głównych źródeł finansowania banków (r/r)

Legenda:

Uwagi: dane za 2024 obejmują zmianę od grudnia 2023 r. Dane bez bilansu BGK.

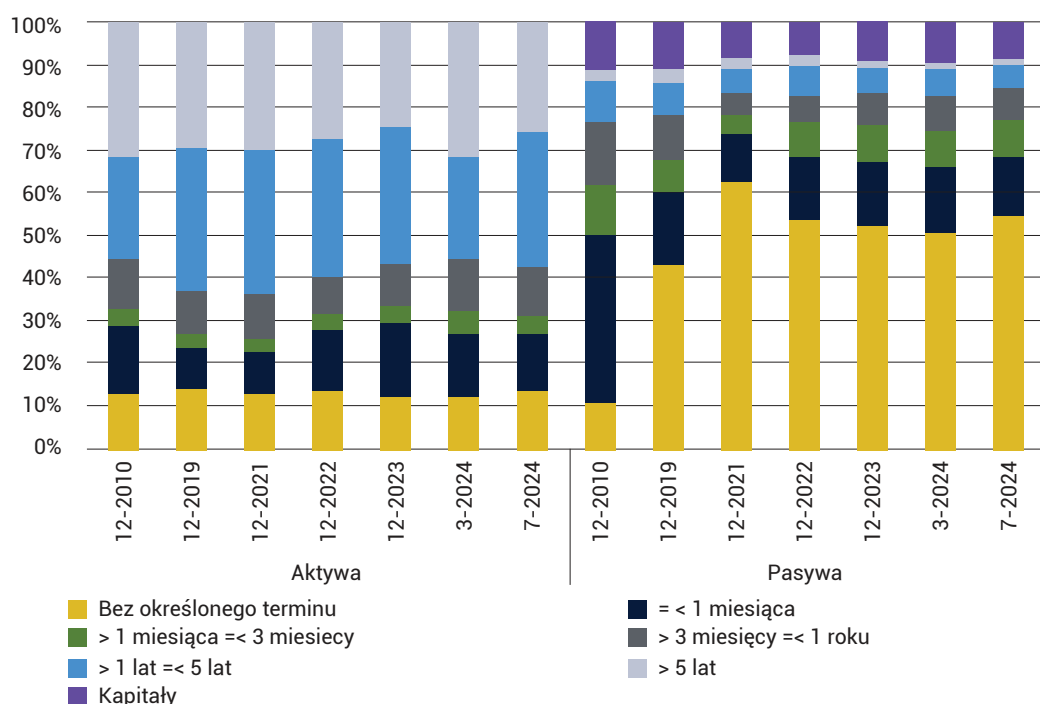
Źródło: Raport o stabilności systemu finansowego, NBP, Grudzień 2024 r., s. 49.

<sup>32</sup> T. Beck, V. Ioannidou, E. Perotti, A. Sánchez S. J. Suarez, X. Vives, Addressing banks' vulnerability to deposit runs: revisiting the facts, arguments and policy options, European Systemic Risk Board, No 15 / August 2024, s. 10.

<sup>33</sup> Tamże.

<sup>34</sup> K. Jajuga, M. Anczewska przy współpracy z EFPA Polska M. Szymańska-Koszczyk, Długoterminowe oszczędzanie i inwestowanie Polaków oraz usługa doradcza. Klienci detaliczni oraz segment klientów średniozamożnych i zamożnych, WIB PAB 2/2021, s. 8.

<sup>35</sup> K. Matthews, J. Thompson, Ekonomia bankowości, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 70.

**Rysunek 2.2.** Struktura terminowa aktywów i pasywów sektora bankowego

Legenda:

Uwagi: dane bez bilansu BGK. W pozycji „bez określonego terminu” po stronie pasywów wykazywane są wielkości, których nie można przyporządkować do określonego terminu zapadalności, głównie ROR i konta oszczędnościowe oraz mniejsze pozycje (m.in. zobowiązania z tytułu podatku dochodowego, rezerwy). Depozyty bieżące sektora niefinansowego stanowią około 93%.

Źródło: Raport o stabilności systemu finansowego. NBP, Grudzień 2024 r., s. 49.

deponentów jak i pożyczkobiorców<sup>36</sup>. Dodatkowym czynnikiem stabilizującym jest wysoki stopień rozdrobnienia depozytów oraz ich relatywnie niska wartość jednostkowa.

Strategiczną kwestią pozostaje wypracowanie optymalnej struktury zobowiązań banków, obejmującej zarówno fundusze własne, jak i różne formy długu, w sposób wspierający długoterminową stabilność sektora. W tym zakresie poczyniono istotne postępy regulacyjne, m.in. poprzez wdrożenie wymogów Bazyli III oraz MREL. W toczącej się dyskusji nie można jednak pominąć znaczenia depozytów jako stabilnego i dominującego składnika zobowiązań banków, który odgrywa kluczową rolę w zapewnieniu odporności systemu na wstrząsy rynkowe. Wokół roli depozytów, zwłaszcza bieżących, narasta jednak coraz więcej kontrowersji, które dotyczą m.in. stopnia ich rzeczywistej stabilności, tzw. „osadu” (*core deposits*) oraz podatności na szybkie odpływy w warunkach cyfryzacji bankowości i nasilonej konkurencji o płynność.

Aktualny stan struktury finansowania banków w Polsce ilustrują rysunki 2.1. oraz 2.2.

NBP dowodzi w publikowanych raportach na temat stabilności finansowej, a zwłaszcza w raporcie z grudnia 2024 roku, że struktura finansowania banków w Polsce była stabilna w latach 2022-2024. Głównym źródłem finansowania banków pozostają depozyty gospodarstw domowych. Stanowią one połowę pasywów i są ważną kategorią o największym przyroście kwotowym. Przygotowania banków do wejścia w życie od 1 stycznia 2024 r. wymogu MREL w wartości docelowej zwiększyło ich skłonność do emisji instrumentów dłużnych, ale wzrost zadłużenia banków z tego tytułu w 2023 r. nie zmienił istotnie ich udziału w bilansie.

Udział pasywów średnio- i długoterminowych w bilansie sektora bankowego jest niski, a dominują pozycje o terminach do 1 roku (prawie 90%). Uwarunkowania finansowania banków (wysoki udział gwarantowanych i rozdrobnionych podmiotowo depozytów) sprawiają jednak, że możliwości przekształcenia się obecnego niedopasowania terminowego w ryzyko o charakterze systemowym są ograniczone.

Większość środowiska naukowego i ekspertów zajmuje dość jednostronną opinię o wpływie depozytów

<sup>36</sup> Tamże.

na zagrożenie stabilności sektora finansowego. Uznają, że depozyty nie zagrażają w aktualnych warunkowaniach stabilności finansowania banków. W warunkach turbo niepewności i wysokiego ryzyka, w jakich funkcjonują banki, przyjęcie takiego stanowiska budzi jednak wątpliwości, bo kryzysy finansowe powstają z przyczyn, które umykają z pola widzenia analityków finansowych<sup>37</sup>. Historia kryzysów finansowych wielokrotnie pokazała, że punkty zapalne ujawniają się w miejscach wcześniej uznawanych za bezpieczne. W tej sytuacji, aby rzetelnie i odpowiedzialnie podejść do oceny roli depozytów, niezbędne jest krytyczne zestawienie czynników przemawiających za ich trwałością – takich jak relatywna inercja gospodarstw domowych, efektywny system gwarantowania czy lokalny charakter bazy – z argumentami wskazującymi na możliwość ich destabilizacji, w tym rosnącą mobilność środków, pod wpływem cyfrowych kanałów dostępu. Identyfikacja i klasyfikacja czynników trwałości i niestabilności depozytów może być podstawą do dalszej analizy empirycznej (np. modeli odpływu środków, testów warunków skrajnych). Zastosowanie tego podejścia miało na celu zobiektywizowanie dyskusji na temat stabilności depozytów oraz odejście od uproszczonych, jednoznacznych ocen ich trwałości.

Poniżej przedstawiono kluczowe argumenty przemawiające za wysoką stabilnością depozytów w polskim sektorze bankowym. Należą do nich: wskaźnik beta depozytów, lepkość depozytów, odporność na szoki zewnętrzne, wielowarstwowa dywersyfikacja bazy depozytowej, system gwarantowania depozytów oraz osad we wkładach.

### Beta depozytów

W badaniach nad stabilnością depozytów w kontekście ryzyka stopy procentowej należy poruszyć wątek bety depozytów (*deposit betas*). „Beta depozytów mierzy wrażliwość kosztu depozytu banku na zmiany krótkoterminowej stopy procentowej. Na przykład beta depozytów wynosząca 0,4 oznacza, że bank podnosi swoją średnią stopę depozytową o 40 punktów bazowych przy wzroście krótkoterminowej stopy procentowej o 100 punktów bazowych”<sup>38</sup>.

Beta wskazuje, czy banki są w stanie zabezpieczyć bilans na wpływ wahań stóp procentowych. Drechsler i in. (2021) stwierdzili we wpływowym artykule, że gdy beta depozytów (wrażliwość stawek depozytowych na stawki rynkowe) jest niższa od jednego, marże pośredniczące uzyskane na depozytach (tj. różnice między stawkami rynkowymi a stawkami depozytowymi) pomagają zrównoważyć potencjalne spadki marż pośredniczących uzyskanych na aktywach bankowych (tj. różnice między stawkami płaconymi przez te aktywa a stawkami rynkowymi). Im niższa beta depozytów, tym silniejsze efekty zabezpieczające<sup>39</sup>.

Choć beta depozytów mierzy wyłącznie wrażliwość kosztu finansowania na zmiany stóp procentowych, może pośrednio sygnalizować poziom ryzyka odpływu depozytów w sektorze bankowym. Wysoka beta sugeruje większą presję klientów na podnoszenie oprocentowania, co może świadczyć o bardziej wrażliwej bazie depozytowej.

Z drugiej strony bardzo niska beta, choć z pozoru mogłaby wydawać się korzystna z perspektywy marży odsetkowej, paradoksalnie może wskazywać na rosnące ryzyko odpływu środków w sytuacji, gdy banki opóźniają reakcję na podwyżki stóp procentowych. Inaczej mówiąc, jeśli bank nie podniesie stóp, może spodziewać się odpływu depozytów.

Deponenci, poszukując atrakcyjniejszych stóp zwrotu, mogą wówczas przenosić środki do innych instytucji finansowych lub atrakcyjniejszych od depozytów pod względem zwrotu instrumentów inwestycyjnych. Banki muszą mieć zatem wcześniej przygotowane strategie retencyjne. Przykładowo, klientom rozważającym wycofanie środków mogą oferować indywidualne stawki depozytowe zbliżone do poziomów rynkowych, co pozwoli na utrzymanie relacji bez konieczności powszechnego podnoszenia oprocentowania, ale jeśli skala deponentów byłaby duża, nieuchronnie będzie to prowadziło do wzrostu kosztu finansowania. W skrajnym przypadku może dojść nawet do sytuacji, że utracone depozyty trzeba będzie zastąpić droższym finansowaniem hurtowym.

Zainteresowanie betą depozytów wzrosło po gwałtownym podniesieniu przez FED stopy funduszy federalnych w okresie od początku 2022 r. do połowy 2023 r. „Zasadniczo bety depozytów są „bardziej lepkie” (innymi słowy, mają tendencję do wzrostu w wolniejszym tempie) na początku cyklu rosnących stóp procentowych. W środkowej i późniejszej

<sup>37</sup> E. Miklaszewska, Systemy gwarantowania depozytów a stabilność finansowa w świetle doświadczeń okresów niestabilności systemowej z 2008 i 2023 roku, [w:] K. Marchewka-Bartkowiak i K. Waliszewski (red.), *Finanse wobec wyzwań Nowej Gospodarki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, 2024, <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-229-0/6>, s. 92-114; M. Zaleska, Bezpieczeństwo depozytów bankowych w Polsce w czasie wieloletniego kryzysu. Bank i Kredyt 54(5), 2023.

<sup>38</sup> [https://pages.stern.nyu.edu/~pschnabl/data/data\\_deposit\\_beta.htm#:~:text=Deposit%20betas%20measure%20the%20sensitivity,the%20short%20term%20interest%20rate](https://pages.stern.nyu.edu/~pschnabl/data/data_deposit_beta.htm#:~:text=Deposit%20betas%20measure%20the%20sensitivity,the%20short%20term%20interest%20rate). [dostęp: 3.05.2025].

<sup>39</sup> I. Drechsler, A. Savov, P. Schnabl, Banking on deposits: maturity transformation without interest rate risk, *Journal of Finance*, Vol. 76, Issue 3, 2021, (cyt. za: T. Beck, V. Ioannidou, E. Perotti, A. Sanchez S. J. Suarez, X. Vives, Addressing..., op. cit., s. 25).



fazie cyklu rosnących stóp procentowych mogą być wyższe. Ten brak presji na banki, aby przekazywać podwyżki stóp procentowych (...) deponentom na początku cyklu rosnących stóp procentowych, jest potencjalnie spowodowany nadmierną płynnością w systemie finansowym<sup>40</sup>.

Beta dla banków amerykańskich wynosiła na IV kw. 2022 r. 0,39. Próba obejmowała wszystkie banki komercyjne z co najmniej 40 kwartalnymi obserwacjami w latach 1984–2022<sup>41</sup>. Z badań Drechslera i in. (2021) wynika, że szacowana beta kosztów stóp procentowych (0,34) jest podobna do szacowanej bety dochodów ze stóp procentowych (0,35), co oznacza, że banki są w stanie zrównoważyć ryzyko stopy procentowej swoich aktywów ryzykiem stopy procentowej swoich zobowiązań, pomimo niedopasowania terminów zapadalności między łącznymi aktywami banków (których szacowany średni termin zapadalności wynosi 3,7 roku) a łącznymi zobowiązaniami banków (0,3 roku)<sup>42</sup>.

W strefie euro i w krajach UE spoza strefy pod wpływem zacieśniania polityki pieniężnej wzrosło wyraźnie oprocentowanie depozytów. Wrażliwość stóp depozytowych banków na zmiany stóp procentowych zależy od rodzaju depozytu, cech charakterystycznych banku i struktury sektora bankowego<sup>43</sup>.

Wzrost depozytów gospodarstw domowych (dane dotyczą strefy euro) nie wydaje się być znacząco większy w krajach, które bardziej podniosły stopy procentowe<sup>44</sup>. Z doświadczeń w strefie euro wynika, że stopy procentowe nowych depozytów terminowych przedsiębiorstw niefinansowych wykazują największą wrażliwość na zmiany stóp procentowych, ponieważ firmy chętniej przechodzą na inwestycje alternatywne, a do niedawna były również obciążane ujemnymi stopami depozytowymi. W strukturze bazy depozytowej w polskim sektorze bankowym (obliczenia własne na podstawie danych NBP) udział depozytów przedsiębiorstw

(przedsiębiorstwa niefinansowe) stanowi niecałą jedną czwartą kategorii depozyty i inne zobowiązania banków wobec pozostałych sektorów krajowych (podział wg sektorów bez operacji z przyrzeczeniem odkupu) i mniej niż jedną trzecią depozytów sektora niefinansowego<sup>45</sup>. Co więcej, udział depozytów przedsiębiorstw od marca 2024 r. do końca marca 2025 r. obniżył się. Ponadto, w Polsce dominują depozyty gospodarstw domowych, co działa stabilizująco na bazę depozytową nawet w warunkach wzrostu stóp procentowych.

Nie ma zbyt wielu badań bety depozytów dla krajów europejskich. W Portugalii, gdzie podobnie jak w Polsce depozyty są głównym źródłem finansowania banków i głównym instrumentem oszczędnościowym gospodarstw domowych i firm<sup>46</sup> wzrost stóp procentowych o 100 punktów bazowych jest powiązany ze wzrostem nowych stóp depozytowych o 95 punktów bazowych dla firm i o 59 punktów bazowych dla gospodarstw domowych w ciągu roku (65 punktów bazowych, gdy brane są pod uwagę oba segmenty)<sup>47</sup>.

Można przypuszczać, że w Polsce poziom bety depozytów znajduje się na umiarkowanym poziomie, co oznacza, że wrażliwość kosztu depozytów na wzrost stóp procentowych jest ograniczona, ale zauważalna. Sektor depozytów zdominowany przez gospodarstwa domowe zazwyczaj ma niższą betę i bardziej stabilną bazę (klienci nie podejmują szybkich decyzji o migracji środków).

### Lepkość depozytów, odporność na szoki zewnętrzne i wielowarstwowa dywersyfikacja depozytów

Z pojęciem bety dla depozytów wiąże się lepkość depozytów (*sticky deposit*), które możemy zdefiniować jako stopień, w jakim deponenti utrzymują depozyty w swoim obecnym banku, nawet w obliczu niższych stóp procentowych depozytów niż stopy procentowe<sup>48</sup>. Lepkość jest traktowana jako składnik wartości banku, który wynika z faktu, że depozyty pozostają w banku nawet wtedy, gdy stopy procentowe wzrosną bardziej niż odsetki od depozytów<sup>49</sup>. Lepkość pozwala więc na utrzymanie stabilnego

<sup>40</sup> V. Veeramani, J. Lentino, The Increasing Importance of Understanding Deposit Betas, 2024, <https://www.rmahq.org/journal-articles/2024/feb-mar-2024/the-increasing-importance-of-understanding-deposit-betas/?gmssopc=1> [dostęp: 3.05.2025].

<sup>41</sup> Tamże.

<sup>42</sup> I. Drechsler, A. Savov, P. Schnabl, Banking on deposits: maturity transformation without interest rate risk, *Journal of Finance*, Vol. 76, Issue 3, 2021, (cyt. za: T. Beck, V. Ioannidou, E. Perotti, A. Sanchez S. J. Suarez, X. Vives, Addressing..., op. cit., s. 25).

<sup>43</sup> M. Grodzicki, B. Klaus, C. Pancaro, A. Reghezza, Euro area bank deposit costs in a rising interest rate environment, *Financial Stability Review*, May 2023, [https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2023/html/ecb.fsrbox-202305\\_04~7fbb3af52c.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2023/html/ecb.fsrbox-202305_04~7fbb3af52c.en.html) [dostęp: 3.05.2025].

<sup>44</sup> D. Bonfim, L. Queiró, Deposit interest rates and monetary policy transmission, *Banco de Portugal Economic Studies*, Vol. X, No. 4, October 2024, s. 39.

<sup>45</sup> Plik należności i zobowiązania banków, <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/naleznosci-i-zobowiazania-monetarnych-instytucji-finansowych-i-bankow/> [dostęp: 2.05.2025].

<sup>46</sup> D. Bonfim, L. Queiró, Deposit..., op. cit. 36.

<sup>47</sup> Tamże, s. 46.

<sup>48</sup> I. Drechsler, A. Savov, P. Schnabl, The deposits channel of monetary policy, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 132, No 4, 2017 (cyt. za: L. Fascione, K. Oosterhek, B. Scheubel, L. Stracca, N. Wildmann, Keep calm, but watch the outliers: deposit flows in recent crisis episodes and beyond, ECB, 2024 s. 8).

<sup>49</sup> Tamże.

finansowania o relatywnie niskim koszcie, nawet w okresach zacieśniania polityki pieniężnej. Lepkość odzwierciedla stopień lojalności klientów.

Wysoka lepkość oznacza, że depozyty są stabilne w czasie i nie ulegają gwałtownym odpływom, co czyni je atrakcyjnym i przewidywalnym źródłem finansowania dla banków. Lepkość depozytów stała się przedmiotem ożywionej dyskusji po bankructwach amerykańskich banków w 2023 r. W szczególności bankructwo SVB wywołało obawy o stabilność depozytów i ryzyko ich szybkiego odpływu prowadzącego do upadków banków i zagrożenia systemowego. Pojawiły się nowe czynniki, które postawiły pod znakiem zapytania tradycyjne postrzeganie lepkości depozytów.

Jednak dane z polskiego sektora bankowego pokazują inny obraz. Udział depozytów klientów w strukturze pasywów pozostaje wyjątkowo stabilny – w latach 2022–2024 utrzymywał się w wąskim przedziale od 77,1% do 78,0%<sup>50</sup>. Warto podkreślić, że ten okres obejmował istotne wstrząsy gospodarcze i geopolityczne: pandemię COVID-19, wojnę Rosji z Ukrainą, a także gwałtowny wzrost inflacji. Wszystkie te czynniki mogły stanowić impuls do zmiany zachowań deponentów i przekształcenia struktury finansowania banków. Skoro jednak w tak trudnych warunkach nie doszło do istotnych przemian w strukturze pasywów, trudno uzasadnić oczekiwania, że stabilność depozytów miałaby w najbliższej przyszłości ulec radykalnemu pogorszeniu.

Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym stabilność depozytów jest wielowarstwowa dywersyfikacja bazy depozytowej. Depozyty są gromadzone przez szeroką grupę banków komercyjnych i spółdzielczych, obsługujących klientów o bardzo zróżnicowanym profilu: dochodowym, demograficznym, terytorialnym, wykształceniowym i behawioralnym (np. w zakresie postaw wobec oszczędzania). Taka struktura znacząco ogranicza ryzyko skokowych odpływów środków i zwiększa odporność finansowania na szoki zewnętrzne. W świetle powyższego można uznać, że stabilność depozytów w polskim systemie bankowym znajduje trwałe oparcie nie tylko w historycznej odporności, ale także w zróżnicowanej, lokalnie zakotwiczonej i konserwatywnej bazie deponentów, która działa jako skuteczny bufor stabilizujący w czasach napięć rynkowych.

## System gwarantowania depozytów

Niewątpliwie na zachowania i motywacje klientów w sferze depozytów wpływa system gwarantowania, informujący klientów, że w przypadku zakłóceń rynkowych lub kryzysu finansowego nie utracą posiadanych depozytów. W Unii Europejskiej deponent jest ubezpieczony do wysokości 100 tys. euro. To powoduje, że deponenti nie reagują spontanicznie na zmiany stóp ich oprocentowania. Z drugiej jednak strony systemy gwarantowania depozytów ograniczają bodźce do monitorowania banków<sup>51</sup>.

Poziom depozytów bankowych pozostawał dotychczas mało wrażliwy na wysokość stóp procentowych, co oznacza, że ich oprocentowanie nie jest dla Polaków kluczowym czynnikiem brany pod uwagę przy wyborze sposobu inwestowania wolnych środków finansowych<sup>52</sup>. Stabilność wykazywał udział depozytów gwarantowanych w depozytach klientów<sup>53</sup>, ponieważ zmieniał się w wąskim przedziale 62,2% (na koniec 2022 r.) do 64,0% (09.2024)<sup>54</sup>.

Obecnie, przy obowiązującej kwocie gwarancji wynoszącej 100 000 EUR, aż 96% deponentów w Europejskim Obszarze Gospodarczym (EOG) jest w pełni objętych ochroną gwarancyjną<sup>55</sup>.

W Polsce wysoki jest wskaźnik pokrycia depozytów gwarantowanych. Wyniósł 1,64% na koniec 2023 r., co stawia krajowy system w korzystnej pozycji na tle wielu państw członkowskich UE<sup>56</sup>. Dla porównania, w Niemczech wartość tego wskaźnika jest ponad dwukrotnie niższa. Wysoki poziom pokrycia zwiększa wiarygodność systemu ochrony depozytów i działa stabilizująco na sektor.

Dodatkowy efekt stabilizacyjny wynika z faktu, że polski system bankowy w znacznym stopniu opiera się na krajowej bazie depozytowej gospodarstw domowych. Polskie gospodarstwa domowe charakteryzują się relatywnie niską skłonnością do ryzyka oraz

<sup>51</sup> K. Matthews, J. Thompson, *Ekonomika bankowości*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 194.

<sup>52</sup> M. Zaleska, Bezpieczeństwo depozytów bankowych w Polsce w czasie wieloletniego kryzysu. *Bank i Kredyt* 54(5), 2023, s. 463.

<sup>53</sup> Depozyty klientów (taką kategorią posługuje się BFG) obejmują depozyty gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, sektora rządowego i samorządowego, instytucje niekomercyjne, instytucje ubezpieczeniowe oraz pozostałe niemonetarne instytucje finansowe.

<sup>54</sup> Obliczeń dokonano na podstawie danych BFG zawartych w raporcie pt. *Sytuacja finansowa w sektorze bankowym wg stanu na 30 września 2024 r.*, s. 4.

<sup>55</sup> <https://www.dnb.nl/en/sector-news/dutch-deposit-guarantee-2023/eba-report-on-deposit-guarantee-coverage/> [7.05.2025].

<sup>56</sup> <https://www.eba.europa.eu/activities/single-rulebook/regulatory-activities/depositor-protection/deposit-guarantee-schemes-data> [dostęp: 7.05.2025].

<sup>50</sup> Obliczeń dokonano na podstawie danych BFG, które można znaleźć w raporcie pt. *Sytuacja finansowa w sektorze bankowym wg stanu na 30 września 2024 r.*



wysokim poziomem zaufania do sektora bankowego. Taka struktura finansowania zwiększa odporność banków na zawirowania rynkowe i ogranicza ryzyko nagłych odpływów środków. Znaczenie krajowej bazy depozytowej podkreślał w 2023 roku prezes Deutsche Banku, Christian Sewing, wskazując, że w okresie podwyższonej zmienności bank odnotował napływ depozytów, co świadczy o zaufaniu klientów i postrzeganiu banku jako bezpiecznej instytucji.

### Osad we wkładach

Kategoria osadu jest definiowana w literaturze finansowej i praktyce niejednolicie. Jedną z powszechnych ujęć definicji osadu w depozytach bankowych, uznaje tylko część depozytów, która wykazuje stabilność i nieznaczne wahania w czasie, na którą bank może polegać przy finansowaniu aktywów o dłuższych terminach zapadalności. Zatem osad to depozyty uznawane za trwałe źródło finansowania banków. Osad obejmuje depozyty, które w ujęciu łącznym wykazują jedynie niewielkie zmiany w poprzednich okresach. Zasadniczo bowiem depozyty bankowe klienci mogą wypłacić na żądanie. W praktyce natomiast deponenci mają tendencję do utrzymywania stabilnych sald przez długie okresy, co pozwala bankom finansować aktywa o długim terminie zapadalności.

W polskim sektorze bankowym osad jest wysoki i świadczy o wysokiej stabilności depozytów. Banki stosują różne metody szacowania osadu, ale przede wszystkim wykorzystywane są modele statystyczne dotyczące trendów, zmienności salda i odchyleń. Osad pozwala tanio finansować kredyty mieszkaniowe. Warto tu przytoczyć słowa L. Pawłowicza z 2014 r.: „nikt w sposób racjonalny nie będzie chciał zastępować taniego źródła finansowania kredytów mieszkaniowych, jakim jest osad we wkładach a vista – to jest najtańsze źródło finansowania – przez droższe źródło, jakim jest koszt pozyskania pieniądza poprzez emisję listów zastawnych”<sup>57</sup>.

Brak jest zbiorczych danych dotyczących poziomu osadu depozytów w polskich bankach. Pewne wycinkowe informacje można znaleźć w raportach poszczególnych banków. Dla przykładu PKO Bank Polski SA podawał w swoim raporcie rocznym (bez wskazania metody), że osad w depozytach 2020 r. wynosił 94,3% i podwyższył się o 0,5 punktu procentowego w stosunku do 2019 r.<sup>58</sup>. Osad we wkładach

dla PKO BP przedstawiał się w latach 2017-2023 następująco<sup>59</sup>:

- 1) 2017 – 93,6%
- 2) 2018 – 93,9%,
- 3) 2019 – 93,8%,
- 4) 2020 – 94,3%,
- 5) 2021 – 94,3%,
- 6) 2022 – 91,2%,
- 7) 2023 – 93,9%.

Podany przykład największego i prawdopodobnie najstabilniejszego banku (co należy wziąć pod uwagę) pokazuje na bardzo wysoki poziom osadu. Inny przykład – banku spółdzielczego – pokazuje osad mierzony trendem liniowym na poziomie 87,2%<sup>60</sup>. Zatem ogólnie w polskim sektorze bankowym stabilność depozytów mierzona poziomem osadu należy ocenić jako bardzo wysoką.

### Strategie obronne banków przed ucieczką

Banki nie są bezradne, gdy klienci ujawniają zamiar wyjścia ze swoimi depozytami, jeśli nie są zadowoleni z warunków im oferowanych. Mogą przede wszystkim oferować zbliżone lub lepsze oprocentowanie depozytów w stosunku do konkurencyjnych banków. Takie działania stają się szczególnie efektywne, gdy bank wykorzystuje narzędzia sztucznej inteligencji do analizy zachowań klientów i personalizacji ofert. Tego rodzaju podejście zwiększa odporność poziomu depozytów na zmienne warunki rynkowe.

W dalszej części tego fragmentu raportu przedstawiono najważniejsze argumenty przemawiające za możliwością wystąpienia zagrożeń dla stabilności finansowania banków w wyniku nagłych odpływów depozytów. Należą do nich: cyfrowa panika (ang. digital bank run) (błyskawiczne przenoszenie środków w reakcji na sygnały ostrzegawcze w mediach społecznościowych), wojna depozytowa między bankami, prowadząca do wzrostu kosztu finansowania i wypychania klientów oraz gwałtowna zmiana motywacji klientów do oszczędzania w wyniku np. spadku zaufania do banków. Zjawiska te są potencjalnie niebezpieczne i trzeba je brać pod uwagę, ale obecnie

<sup>57</sup> L. Pawłowicz, Rynek nie rozwiąże wszystkich problemów, <https://bank.pl/rynek=-nie-rozwiaze-wszystkich-problemow/?id=40490&catid=625> [dostęp: 20.05.2025].

<sup>58</sup> Raport roczny PKO BP SA 2020, [https://raportroczny2020.pkobp.pl/noty\\_objasniajace/70-zarzadzanie-ryzykiem-plynnosci/?utm\\_source=chatgpt.com](https://raportroczny2020.pkobp.pl/noty_objasniajace/70-zarzadzanie-ryzykiem-plynnosci/?utm_source=chatgpt.com) [dostęp: 10.05.2025].

<sup>59</sup> Na podstawie danych w raportach rocznych PKO BP z lat 2017-2023. Osad dotyczy wszystkich depozytów zdeponowanych w banku bez rynku międzybankowego.

<sup>60</sup> B. Ludwiczak, Metody szacowania osadu, „Miesięcznik Finansowy BANK: lipiec-sierpień 2008.

w polskim sektorze bankowym nie stanowią większego zagrożenia.

### Panika cyfrowa

Panika cyfrowa cechuje się tym, że współczesne technologie cyfrowe ułatwiają klientom szybki dostęp do informacji. Jeśli tym kontaktom towarzyszą informacje fake newsowe, które skłaniają klientów do ucieczki z banków, to może wystąpić run na banki. Odpływ depozytów może dokonywać się na ogromną skalę. Spektakularnym przykładem jest odpływ 85% wszystkich depozytów z amerykańskiego banku Silicon Valley Bank (SVB) w ciągu 2 dni.<sup>61</sup> W tej operacji niepoślednią rolę spełniały media społecznościowe, które agresywnie namawiały depozytariuszy do podjęcia takich decyzji. W czasie amerykańskiego kryzysu z 2023 r. ujawniły się nowe czynniki ryzyka związane z cyfrową naturą relacji bank–klient. Media społecznościowe znacząco przyspieszyły rozprzestrzenianie się paniki, a łatwy dostęp do bankowości mobilnej umożliwił natychmiastowe przenoszenie środków i poszukiwanie lepszego oprocentowania.

Jednak najnowsze badania wskazują, że gwałtowne odpływy depozytów są nadal raczej anomalią niż nowym wzorcem zachowań<sup>62</sup>. Zdarzenia takie jak upadki SVB czy Credit Suisse były wyjątkowe i nie oznaczają trwałej zmiany postaw deponentów. W badaniu podkreślono również, że wskaźnik LCR (Liquidity Coverage Ratio) odgrywa kluczową rolę w zapewnieniu odporności banków na stres płynnościowy, choć sam w sobie nie gwarantuje całkowitej ochrony przed paniką.

Wystąpienie paniki cyfrowej w polskim sektorze bankowym jest mało prawdopodobne z uwagi na charakterystykę deponentów. Rola depozytów hurtowych, które są najbardziej chwiejne, jest ograniczona.

### Wojna banków o depozyty

Zdarzenia przypominające wojnę depozytową miały miejsce w Polsce po wybuchu globalnego kryzysu finansowego z 2008 roku. Wojny depozytowe są stosunkowo rzadkim zjawiskiem. Mokrogulski zdefiniował wojnę depozytową „jako wzrost oprocentowania depozytów bankowych ponad stawki rynku międzybankowego WIBID, trwający przez co najmniej kilka miesięcy”<sup>63</sup>. Z badań Mokrogulskiego wynika, że „wojna depozytowa dotyczyła przede wszystkim terminów pierwotnych powyżej 1 miesiąca do

3 miesięcy oraz powyżej 3 miesięcy do 6 miesięcy”<sup>64</sup>. W okresie wojny depozytowej w Polsce wzrost oprocentowania o 1 punkt procentowy skutkował zwiększeniem wolumenu depozytów średnio o 2,7% miesięcznie<sup>65</sup>. Interesujące jest to, że mimo wzrostu kosztów odsetkowych banki nie odnotowały spadku wyników finansowych<sup>66</sup>.

Symptodem, który informuje o możliwym powstaniu wojny depozytowej, jest poważna luka depozytowa, czyli sytuacja, w której wartość udzielonych kredytów przekracza wolumen depozytów. W ostatnich kilku latach udział kredytów do depozytów kształtował się na poziomie 67%–78%<sup>67</sup>, co oznacza, że wolumen depozytów konsekwentnie przewyższał wartość portfela kredytowego. Tym samym nie występowały przesłanki do wystąpienia trwałej presji konkurencyjnej w zakresie pozyskiwania depozytów detalicznych. Co więcej, obserwowany trend spadkowy wskaźnika LDR potwierdza relatywnie komfortową pozycję płynnościową sektora bankowego w tym zakresie.

### Raptowna zmiana motywacji klientów do gromadzenia lokat i oszczędności w bankach

Do znacznego odpływu depozytów mogłoby dojść w wyniku raptownej zmiany motywacji klientów do gromadzenia lokat i oszczędności. Jednak gdy przyjrzymy się strukturze aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych pozostaje ona stabilna. Można to powiązać ze stosunkowo dużym zaufaniem do banków i traktowania ich jako bezpiecznej przystani dla oszczędności. W latach 2020–2023 w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych procentowy udział depozytów pozostawał stabilny i kształtował się następująco: na koniec 2020 r. – 60,5%, na koniec 2021 r. – 59,8%, na koniec 2022 r. – 60,7%, na koniec 2023 r. – 60,3%<sup>68</sup>. Nie ma więc żadnych silnych oznak odchodzenia od banków. Raptowna zmiana motywacji klientów do gromadzenia lokat i oszczędności w bankach, choć możliwa, jest w perspektywie 5–7 lat mało prawdopodobna w Polsce. Ważnym czynnikiem stabilizującym udział depozytów w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych jest dobra reputacja polskich banków, choć w 2020 r. zaobserwowano polaryzację opinii o bankach<sup>69</sup>.

<sup>64</sup> Tamże, s. 96.

<sup>65</sup> Tamże.

<sup>66</sup> Tamże.

<sup>67</sup> Sytuacja finansowa w sektorze bankowym wg stanu na 30 września 2024 r., KNF, s. 3.

<sup>68</sup> Zob. Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r., NBP, Warszawa 2024, s. 29.

<sup>69</sup> M. Idzik, J. Georgica, Reputacja sektora bankowego 2020 – kluczowe wyniki i wnioski z badania, Bezpieczny Bank, nr 3(80) 2020, s. 140.

<sup>61</sup> E. Miklaszewska, Systemy..., op. cit., s. 96,

<sup>62</sup> L. Fascione, K. Oosterhek, B. Scheubel, L. Stracca, N. Wildmann, Keep..., op. cit.

<sup>63</sup> M. Mokrogulski, Wojna depozytowa w polskim sektorze bankowym. Gospodarka Narodowa, 2014 nr 4, s. 81.



## Geopolityka i wojna

Pandemia COVID-19, pełnoskalowa wojna na Ukrainie czy nowa polityka celna USA spowodowały, że kreśląc scenariusze negatywne należy istotną wagę przypisać również ryzyku geopolitycznemu. Szczególnie interesujący z perspektywy celu raportu jest wpływ wojny na stabilność depozytów. Warto odwołać się tutaj do przypadku Ukrainy. Po pełnoskalowej inwazji Rosji na Ukrainę w lutym 2022 r. ukraiński sektor bankowy wykazał znaczną odporność, unikając masowych odpływów depozytów, które mogłyby zagrozić jego stabilności. „Depozyty na żądanie w hrywnach wzrosły, podczas gdy depozyty na żądanie w walutach obcych i depozyty terminowe w hrywnach pozostały stosunkowo stałe. Tylko depozyty terminowe w walutach obcych spadły silnie o 22% w porównaniu z grudniem 2021 r. Ważne jest podkreślenie, że nie doszło do żadnych poważnych runów bankowych na depozyty”<sup>70</sup>. Te dane wskazują, że mimo spadku zaufania i trudności operacyjnych, ukraiński system bankowy uniknął systemowego kryzysu płynnościowego. Stabilność depozytów, szczególnie w lokalnej walucie, odegrała kluczową rolę w utrzymaniu funkcjonowania sektora bankowego w warunkach wojennych.

Reasumując, zagrożenie dla stabilności systemu finansowego wzrasta, jeśli banki opierają się nadmiernie na dużych, nieubezpieczonych deponentach lub klientach instytucjonalnych, których środki są bardziej mobilne i podatne na odpływ. Polskie banki powinny więc utrzymywać zróżnicowaną, rozproszoną i stabilną bazę depozytową, ze szczególnym uwzględnieniem klientów detalicznych. Struktura bazy depozytowej ma bowiem kluczowe znaczenie dla odporności na szoki. Przeprowadzona analiza czynników sprzyjających stabilności depozytów oraz tych wskazujących na ryzyko ich odpływu pozwala stwierdzić, że – mimo incydentów paniki bankowej obserwowanych na świecie – depozyty pozostają długoterminowo stabilnym źródłem finansowania. Potwierdza to m.in. utrzymujący się w czasie stabilny poziom osadów depozytowych.

## 2.2. Współczesne wyniki badań dotyczące paniki bankowej

Era cyfrowa sprawiła, że informacje o kondycji banków rozchodzą się szybciej niż kiedykolwiek, często bez weryfikacji. Bankowość internetowa i mobilna pozwala współcześnie na natychmiastową

reakcję, co oznacza, że technologicznie możliwe stały się szybsze i gwałtowniejsze runy na banki<sup>71</sup>.

Zjawisko paniki bankowej ujawnia się wtedy, kiedy duża grupa deponentów jednocześnie wypłaca pieniądze z banków. Klienci banków są zazwyczaj pod wpływem obaw, że instytucja stanie się wkrótce niewypłacalna. W miarę jak coraz więcej klientów wypłaca pieniądze, banki wyczerpują swoje rezerwy gotówkowe i wtedy może dojść do ich niewypłacalności. Jedynym ratunkiem jest wówczas pomoc z zewnątrz.

Digitalizacja banków zmienia podejście teoretyczne do paniki bankowej, a także jej determinanty, skutki, zachowania banków oraz regulatorów i nadzorców, a także działania rządów w obszarze udzielanych gwarancji.

Wcześniejsze publikacje dotyczące literatury teoretycznej na temat paniki podkreślały występowanie dwóch jej form: „paniki spekulacyjne” oraz „paniki fundamentalne”<sup>72</sup>. Panika spekulacyjna wynika z mechanizmów koordynacji oczekiwań – jest to sytuacja, w której deponenti, kierując się nie tyle realną oceną kondycji banku, ile obawą, że inni zaczną masowo wycofywać środki, sami podejmują działania obronne. W efekcie nawet bank, który jest wypłacalny i funkcjonuje prawidłowo pod względem fundamentalnym, może zostać doprowadzony do upadku wskutek samonapędzającego się efektu paniki. Paniki fundamentalne to te, które są spowodowane sygnałami wskazującymi na wysokie ryzyko niewypłacalności.

Aktualne formuły badania i analiz panik łączą elementy obu podejść, czyli są to ujęcia hybrydowe. Skupiają się na roli niekompletnych informacji i ocenie poziomu prawdopodobieństwa, że banki doświadczą paniki, gdy wystarczająco duża część ich deponentów otrzyma negatywne sygnały dotyczące ich depozytów<sup>73</sup>.

Paniki bankowe w erze cyfrowej wskazują na silny wpływ oddziaływania sieci społecznościowych. W publikacji z 2023 roku stwierdzono, że sieci społecznościowe przyczyniły się do nasilenia paniki w Silicon Valley Bank (SVB)<sup>74</sup>. Cookson i inni poddali badaniom rolę mediów społecznościowych, a zwłaszcza Twittera, w katalizowaniu runu na bank

<sup>70</sup> G. Poluschkin, M. Repko, R. Kirchner, The banking sector during war: challenges and outlook, German Economic Team, Issue No. 163, May 2022.

<sup>71</sup> Por. J. C. Llambias, G. Ordonez, Bank Runs in the Digital Era, SSRN. October 2024.

<sup>72</sup> T. Beck, V. Ioannidou, E. Perotti, A. Sánchez S. J. Suarez, X. Vives, Addressing..., op. cit., s. 19.

<sup>73</sup> Tamże.

<sup>74</sup> J. A. Cookson, C. Fox, J. Gil-Bazo, J. F. Imbet, Ch. Schiller, Social Media as a Bank Run Catalyst, April 18, 2023, <https://www.fdic.gov/papers/cookson-paper> [08.05.2025].

Silicon Valley Bank (SVB) w marcu 2023 roku oraz wpływ tego zjawiska na inne banki w USA. Banki, które przed okresem runu (1–14 marca 2023) były intensywnie omawiane na Twitterze, doświadczyły średnio o 6,6 punktu procentowego większych spadków cen akcji w porównaniu do banków z mniejszą obecnością w mediach społecznościowych<sup>75</sup>. Z badań wynika, że w erze cyfrowej media społecznościowe mogą znacząco wpływać na stabilność sektora bankowego, działając jako katalizator paniki bankowej. Z perspektywy polskiej ważne jest, że Banki z dużym udziałem nieubezpieczonych depozytów i znacznymi stratami rynkowymi były bardziej podatne na negatywne skutki wzmożonej aktywności na Twitterze.

BCG zaproponował, jak banki powinny przygotować się na potencjalne kryzysy płynnościowe w erze cyfrowej, gdzie media społecznościowe i szybki przepływ informacji mogą przyspieszyć panikę bankową. Rekomendacje dla banków są następujące<sup>76</sup>:

1. Zwiększ widoczność w swojej sieci depozytowej.
2. Rozwijaj swoje proaktywne możliwości monitorowania.
3. Wspieraj decyzje i komunikację w czasie rzeczywistym.
4. Utwórz ramy komunikacji kryzysowej, media i strategię mediów społecznościowych.
5. Używaj ćwiczeń kryzysowych, aby testować plany pod kątem nacisku i przygotowania zespołów do elastycznego działania.

W kolejnym badaniu dokonano analizy przepływów depozytowych w marcu 2023 r. opierając się na danych o płatnościach międzybankowych o wysokiej częstotliwości. W badaniu zidentyfikowano 22 banki amerykańskie, które dotknęła panika. Panika była spowodowana przez niewielką liczbę dużych deponentów i była związana ze słabościami banków. Okazało się, że tylko te banki przetrwały panikę, które były zdolne pozyskać nowe pożyczki i podniosły stopy depozytowe, a nie zdecydowały się na sprzedaż posiadanych papierów wartościowych. Ciekawe jest też spojrzenie autorów, że niektórzy deponenti mogą uciekać ze swoich banków, nawet jeśli spodziewają się pełnego ubezpieczenia depozytów. Potencjalnie dlatego, że nie chcą kontynuować bankowości w upadającej instytucji<sup>77</sup>.

<sup>75</sup> Tamże.

<sup>76</sup> Is Your Bank Ready for a Digital Speed Bank Run? Boston Consulting Group, March 2023.

<sup>77</sup> Tracing Bank Runs in Real Time. Federal Reserve Bank of New York, May 2024.

Zagadnieniem o dużej oryginalności jest związek między emisją CBDC (cyfrowej waluty banku centralnego) a prawdopodobieństwem paniki bankowej. Emisja CBDC działa jak wstrząs, który zachęca deponentów do wycofania całości/części swoich depozytów z banków komercyjnych, aby wymienić je na CBDC, które są oferowane przez bank centralny. Dowodzi się, że wprowadzenie CBDC może pozostać bez wpływu na stabilność finansową, jeśli będzie towarzyszyć mu kilka rekomendowanych działań banków centralnych, takich jak operacje otwartego rynku lub udzielanie kredytów bankom komercyjnym w celu zagwarantowania stabilności ich rezerw<sup>78</sup>.

Artykuł Ofira i Elmakiessa analizuje wpływ trzech kluczowych czynników na wzrost prawdopodobieństwa paniki bankowej w erze cyfrowej<sup>79</sup>:

- Efekt czasu (zmiany technologiczne umożliwiły szybsze wypłaty, a media społecznościowe ułatwiły szybkie rozpowszechnianie informacji),
- Efekt koordynacji (media społecznościowe umożliwiają koordynację między deponentami i rozwiązują problem koordynacji zademonstrowany w przełomowym modelu Diamonda-Dybviga z 1983 r.<sup>80</sup>),
- Efekt psychologiczny (zmiany w technologii zmniejszają psychologiczny opór, co prowadzi do wyższych wskaźników wypłat).

Wykorzystując dowody empiryczne i eksperymentalne, a także teorię gier, w artykule analizuje się rolę, jaką te czynniki odgrywają w panice bankowej w erze cyfrowej i stymulują implikacje polityczne. Ponadto artykuł krytycznie przedstawia jedno z najbardziej popularnych historycznie rozwiązań paniki na banki – mianowicie ratunek.

W omawianej publikacji sformułowano również wartościowe wnioski<sup>81</sup>:

1. Tradycyjne zabezpieczenia przed panikami bankowymi, choć nadal istotne, są niewystarczające w erze cyfrowej. Ubezpieczenie depozytów, wymogi płynnościowe i konwencjonalne strategie komunikacyjne muszą zostać zaktualizowane, aby uwzględnić szybkość transakcji cyfrowych i przepływu informacji.

<sup>78</sup> Could the Issuance of CBDC Reduce the Likelihood of Banking Panic? Journal of Central Banking Theory and Practice, 2023, No 2, ss. 83-101.

<sup>79</sup> M. Ofir, T. Elmakiess, Bank Runs in the Digital Era: Technology, Psychology and Regulation, pdf 810280

<sup>80</sup> D. W. Diamond, P. H. Dybvig, Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. Journal of Political Economy, University of Chicago Press, 1983 No 3.

<sup>81</sup> M. Ofir, T. Elmakiess, Bank..., op. cit.



2. Rola mediów społecznościowych i platform komunikacji cyfrowej w propagowaniu (lub potencjalnym łagodzeniu) panik bankowych wymaga nowych podejść do zarządzania informacją w czasie kryzysów finansowych.
3. Wzajemne powiązania globalnego systemu finansowego, wzmocnione przez technologie cyfrowe, wymagają bardziej skoordynowanego międzynarodowego podejścia do zapobiegania i zarządzania panikami bankowymi.
4. Przepisy regulacyjne muszą ewoluować, aby sprostać wyjątkowym ryzykom stwarzanym przez cyfrowe aktywa i kryptowaluty, które mogą doświadczać „panik” analogicznych do tradycyjnych panik bankowych, ale z jeszcze większą prędkością.
5. Paniki bankowe w erze cyfrowej charakteryzują się zachowaniem stadnym i zmniejszonymi oporami psychologicznymi, co wymaga innowacyjnych strategii w celu utrzymania zaufania depONENTÓW.

W artykule z maja 2023 r. wyjaśnia się historycznie bezprecedensowe wydarzenia, jakimi są paniki bankowe. Skupiono się na trzech czynnikach: zmianach technologicznych, które umożliwiły szybsze wypłaty; mediach społecznościowych, które ułatwiły rozpowszechnianie informacji i koordynację między deponentami oraz nieubezpieczonych depozytach, które posiadali klienci banków mających ze sobą powiązania. W artykule podkreśla się, że duże wzrosty szybkości reakcji wynikają z decyzji deponentów z sektora gospodarstw domowych i małych firm. Duże korporacje, które były głównym źródłem wypłat depozytów w poprzednich epizodach w największych bankach, miały już możliwość wypłacania środków w sposób zautomatyzowany i elektroniczny od końca lat 70. XX wieku. W Signature Bank i Silvergate Bank znaczną część deponentów stanowiły firmy posiadające kryptoaktywa, które wykorzystywały oba banki do płatności w czasie rzeczywistym między sobą, używali modeli biznesowych opartych na natychmiastowym przesyłaniu pieniędzy.

Z perspektywy oceny historycznej najważniejszą cechą panik bankowych w latach 2022–2023 były dane i informacje pozyskane o depozytach w upadłych instytucjach<sup>82</sup>.

W publikacji z marca 2023 r. dostrzega się, że bankructwa banków w okresie paniki finansowej

wykazywały zasadnicze różnice, ale miały też dwie wspólne cechy, które implikują ważne pytania. Pierwszą jest szybkość, z jaką rozwinął się kryzys. SVB ogłosił plan pozyskania kapitału w środę 8 marca, ale został postawiony w stan upadłości w piątek 10 marca. SBNY upadł dwa dni później. Wystarczył jeden dzień, aby po nieostrożnych komentarzach największego udziałowca Credit Suisse ogłosił, że zaciągnie pożyczkę w wysokości 50 miliardów franków szwajcarskich od szwajcarskiego banku centralnego. Słusznie stwierdza się, że cyfrowe paniki bankowe mogą zagrozić stabilności finansowej, ponieważ zdarzają się szybciej i na większą skalę. Dostrzega się też zjawisko „ucieczki w bezpieczne miejsce” w kierunku cyfrowej waluty banku centralnego.

Drugą cechą wymagającą komentarza są media społecznościowe, które wzmacniają zagrożenia systemowe. W trakcie upadku SVB, wpływowi finansiści wysyłali paniczne tweety, które wpłynęły na wzmocnienie kontroli regulacyjnej, gdy upadek banku stał się faktem. Dezinformacja finansowa za pośrednictwem mediów społecznościowych okazała się już wcześniej potężnym motorem kryzysu: w 2011 r. bezpodstawna plotka na Twitterze wywołała run na Swedbank i SEB. W 2019 r. fałszywe informacje w poście na WhatsAppie doprowadziły do paniki na Metro Bank w Wielkiej Brytanii. Credit Suisse został zaatakowany przez tłumy pod koniec 2022 r.<sup>83</sup>.

Dużo interesujących wątków tematycznych wnosi artykuł opublikowany przez European Risk System Board (ERSB).<sup>84</sup> Stwierdza się w nim, że zawirowania bankowe w latach 2022–2023 były jaskrawym przypomnieniem kruchości związanej ze strukturami finansowania banków, zwłaszcza gdy opierają się one na niewystarczająco zróżnicowanej i nieubezpieczonej bazie depozytów. Obawy o wystąpienie dużych strat, wywołanych szybką zmianą polityki pieniężnej, odegrały rolę w panice Silicon Valley Bank. Przymusowa fuzja Credit Suisse z UBS pokazała, co się może wydarzyć, gdy problemy ze spuścizną i rentownością dużego banku pozostają nierozwiązane przez długi okres.

Podkreśla się, że problemy z wypłacalnością banków są powszechne, deponenti szukają schronienia w bankach, które ze względu na swoją wielkość lub znaczenie systemowe są bardziej skłonne zapewnić swoim deponentom pełną ochronę lub przynajmniej bardziej korzystne traktowanie w procesie restrukturyzacji.

<sup>82</sup> J. Rose, Understanding the Speed and Size of Bank Runs in Historical Comparison. Federal Reserve Bank of St. Louis. <https://www.stlouisfed.org> › may, May 26, 2023, (07.05.2025).

<sup>83</sup> S. Merler, Fast and furious: how digital bank runs challenge the banking-crisis rulebook, 27 marzec 2023. Bruegel (<https://www.bruegel.org> › fast-an...) (07.05.2025).

<sup>84</sup> Advisory Scientific Committee No 15 /. European Risk System Board (ERSB), August 2024



W publikacji dowodzi się, że koncentracja sektorowa i sieci społecznościowe mają znaczenie dla kształtowania dynamiki panik bankowych. Dostrzega się też rolę konkurencji między bankami jako czynnika oddziałującego na kruchość depozytów finansowych. Zauważa się, że ubezpieczenie depozytów wprowadza negatywny efekt uboczny, ponieważ sprawia, że podaż środków deponentów jest bardziej elastyczna w stosunku do stopy procentowej, co skłania banki

do bardziej agresywnej konkurencji o nie. Jednocześnie banki są bardziej skłonne podejmować wyższe ryzyko.

Gdy ryzyko paniki materializuje się, dotknięte nią banki stają przed koniecznością zastąpienia uciekających depozytów droższymi źródłami finansowania lub znacznego podniesienia oprocentowania depozytów.



# Przyczyny amerykańskiego kryzysu finansowego z 2023 roku, a ryzyko jego replikacji w Polsce



Kryzys bankowy w 2023 r. był najgorszym kryzysem w USA i Europie od czasu globalnego kryzysu finansowego w latach 2007–2008<sup>85</sup>. Jego kumulacja miała miejsce między marcem a majem 2023 r. Bezpośrednią przyczyną kryzysu było zacieśnienie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną na skutek wzrostu inflacji polityki pieniężnej i agresywne podwyżki stóp procentowych. Wzrost stóp procentowych doprowadził do ogromnych strat w portfelu obligacji rządowych posiadanych przez amerykańskie banki. Straty te wywołały obawy o upadek banków i bezprecedensowy odpływ depozytów, co doprowadziło do problemów z finansowaniem i płynnością niektórych banków oraz ostatecznego upadku czterech banków – Silicon Valley Bank, Signature Bank, First Republic Bank i Credit Suisse. Kryzys ten pokazał, że wzrost stóp procentowych może ujawnić ukryte luki w systemie funkcjonowania banków.

Przyczyny kryzysów banków i ich bankructw są zazwyczaj złożone. Jest to zazwyczaj splot trwających od dłuższego czasu błędów w zarządzaniu i czynników zewnętrznych, które te błędy ujawniają i materializują w postaci strat. Wśród przyczyn kryzysów i bankructw banków wymienia się w literaturze: słabe zarządzanie ryzykiem<sup>86</sup>, nieskuteczne regulacje i nadzór<sup>87</sup>, słabe zarządzanie korporacyjne<sup>88</sup>, wysoki poziom niespłaconych pożyczek, niski współczynnik adekwatności kapitałowej oraz politykę pieniężną<sup>89</sup>. W 2023 roku ponownie wybrzmiał ten ostatni problem.

Choć polityka pieniężna miała swój udział w najgłośniejszym bankructwie podczas kryzysu w 2023 r. Silicon Valley Bank, to warto przywołać słowa M. S. Barra, wiceszefa Rezerwy Federalnej, który stwierdził, że „Silicon Valley Bank (SVB) upadł z powodu podręcznikowego przypadku złego zarządzania przez bank. Jego kierownictwo wyższego szczebla

nie poradziło sobie z podstawowym ryzykiem stopy procentowej i płynności. Jego rada dyrektorów nie nadzorowała kierownictwa wyższego szczebla i nie pociągała go do odpowiedzialności. A nadzorcy Rezerwy Federalnej nie podjęli wystarczająco stanowczych działań (...)”<sup>90</sup>.

Polityka pieniężna stosowana w celu kontrolowania inflacji poprzez zmiany stóp procentowych i podaży pieniądza była pośrednią przyczyną poprzednich dwóch kryzysów finansowych. System niskich stóp procentowych w USA, który rozpoczął się w 2004 r., doprowadził do boomu w udzielaniu kredytów hipotecznych subprime i niekontrolowanego rozwoju sekurytyzacji, który załamał się w 2007 i 2008 r. Prowadzona w tym okresie ryzykowna polityka zapewnienia Amerykanom łatwego dostępu do nabywania mieszkań przez oferowanie nisko oprocentowanych kredytów hipotecznych była bezpośrednią przyczyną kryzysu finansowego w latach 2007/2008. W latach poprzedzających globalny kryzys finansowy lat 2007–2008 banki centralne w krajach wysoko rozwiniętych utrzymywały stopy procentowe na niższym poziomie niż wynikający z reguły Taylora<sup>91</sup>. Przypomnijmy, reguła Taylora, która jest raczej praktycznym zaleceniem „opisuje, w jaki sposób bank centralny powinien dostosować krótkoterminowe stopy procentowe (np. stopę funduszy federalnych) w odpowiedzi na inflację lub lukę produkcyjną”<sup>92</sup>.

Polityka pieniężna przyczyniła się także do kryzysu bankowego w Stanach Zjednoczonych w 2023 r. Zaczęło się od tego, że na początku roku banki centralne na całym świecie zaczęły podnosić stopy procentowe. Gwałtowny wzrost stóp doprowadził do kryzysu bankowego w USA, upadku niektórych banków regionalnych w USA oraz przejęcia banku systemowego w Europie, co uratowało go przed bankructwem<sup>93</sup>.

Szczególnie krytycznym momentem było ujawnienie problemów Credit Suisse, które wywołały obawy o możliwe rozprzestrzenienie się kryzysu bankowego na inne rynki. W Stanach Zjednoczonych, gdzie upadł Silicon Valley Bank, organy regulacyjne zdecydowały się na wyjątkowy krok, zapewniając pełne gwarancje depozytów wszystkim deponentom, niezależnie od ustawowych limitów. Miało to na celu szybkie przywrócenie zaufania i ograniczenie ryzyka paniki finansowej. Działanie to okazało się skuteczne, choć budziło kontrowersje z uwagi na wysokie koszty,

<sup>85</sup> D. M. Peterson, M. Barnes, 2023 Banking Crisis. US By the Numbers, Update 1, 14 May 2023; Przyczyny, przebieg i konsekwencje kryzysu banków w USA na przełomie I i II kwartału 2023 roku, Bezpieczny Bank, nr 1, 2024 (oryginał: T. Adrian, N. Abbas, S. I. Ramirez, G. F. Dionis, The US Banking Sector since the March 2023 Turmoil: Navigating the Aftermath, International Monetary Fund, March 2024, Note/2024/001).

<sup>86</sup> J. Dong, Silicon Valley Bank Bankruptcy—Liquidity Risk Analysis Based on Financial Statements, SHS Web of Conferences 208, 04009, 2024; D. B. Choi, P. Goldsmith-Pinkham, T. Yorulmazer, Contagion Effects of the Silicon Valley Bank Run, May 2024.

<sup>87</sup> B. Tuckman, Silicon Valley Bank: Failures in “Detective” and “Punitive” Supervision Far Outweighed the 2019 Tailoring of Preventive Supervision [in] SVB and Beyond: The Banking Stress of 2023. Centre for Economic Policy Research Press, s. 70–93.

<sup>88</sup> M.S. Barr, Review of the Federal Reserve’s Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank. Board of Governance of the Federal Reserve, Washington D. C. 20551, April 28, 2023.

<sup>89</sup> P. K. Ozili, Causes and Consequences of the 2023 Banking Crisis. Governance and Policy Transformations in Central Banking. IGI Global. May 2023, s. 2.

<sup>90</sup> M.S. Barr, Review..., op. cit.

<sup>91</sup> B. Hofmann, B. Bogdanova, Taylor rules and monetary policy: a global Great Deviation? BIS Quarterly Review, September 2012 (cyt. za: A. Sławiński, Bankowość centralna. Ewolucja i przyszłość, CeDeWu, Warszawa 2023, s. 138.

<sup>92</sup> <https://www.nasdaq.com/glossary/t/taylor-rule> [dostęp: 2.05.2025].

<sup>93</sup> Credit Suisse został przejęty przez inny szwajcarski bank UBS.



trudności polityczne oraz zarzuty o faworyzowanie zamożnych klientów.

W przypadku Credit Suisse zastosowano inne podejście. Zamiast rozszerzać gwarancje depozytów, władze Szwajcarii – przy udziale Szwajcarskiego Banku Narodowego – udzieliły bankowi oraz przejmującemu go UBS znacznego wsparcia płynnościowego i gwarancji rządowych. Celem było zabezpieczenie stabilności systemu finansowego i sprawne przeprowadzenie przejęcia. Kluczowe znaczenie miało tu szybkie działanie instytucji publicznych oraz relatywnie wysokie zaufanie rynków do mechanizmów stabilizacyjnych państwa.

Słabości systemu nadzorczo-regulacyjnego w okresie kryzysu amerykańskiego z 2023 r. zostały szeroko zaprezentowane podczas konferencji na temat kryzysów bankowych w 2023 roku<sup>94</sup>. Konieczne było podjęcie szeregu działań, które miały na celu ograniczenie podobnych zjawisk w przyszłości, jak i przeciwdziałanie rozlaniu się kryzysu. Oto niektóre z nich<sup>95</sup>:

- w USA zaproponowano uchylenie ustawy z 2018 r., która zwalniała banki o aktywach w wysokości od 100 mld do 250 mld USD z niektórych wymogów dotyczących płynności, testów warunków skrajnych i planowania restrukturyzacji,
- dzięki szybkiej reakcji instytucji regulujących rynek, banków centralnych i dużych instytucji bankowych mającej na celu powstrzymanie kryzysu, sytuacja na rynku obligacji ustabilizowała się,
- podobnie jak w przypadku poprzednich kryzysów (Wielkiego Kryzysu Finansowego i ostatniej pandemii) Rezerwa Federalna wkroczyła, aby zapewnić płynność rynkom finansowym, przedsiębiorstwom i konsumentom,
- liczne instrumenty, których użył FED, obejmowały kredyt dla instytucji depozytowych (tj. banków), głównych dilerów, funduszy inwestycyjnych, programu ochrony wynagrodzeń, papierów komercyjnych, korporacji dużych i małych, a także Programu finansowania terminowego banków (BTFP),
- FED udzielał pożyczek za pośrednictwem kredytu dla głównych instytucji depozytowych, BTFP i „innych podmiotów kredytowych”, które obejmują udzielenie bezpośredniego wsparcia gotówką dla instytucji.

Kryzys bankowy w Stanach Zjednoczonych z 2023 roku był rezultatem skumulowanego oddziaływania przyczyn wewnętrznych i zewnętrznych, które wspólnie doprowadziły do zachwiania równowagi w systemie finansowym. Kryzys ujawnił poważne niedociągnięcia w zarządzaniu ryzykiem stopy procentowej i płynności<sup>96</sup>. Wśród przyczyn wewnętrznych kluczową rolę odegrało gwałtowne dostosowanie się rynku do zmieniających się warunków finansowych, skutkujące znaczącym spadkiem wartości instrumentów dłużnych posiadanych przez instytucje bankowe. Przyczyną wewnętrzną kryzysu była również ograniczona dywersyfikacja aktywów i bazy depozytowej w bankach objętych kryzysem.

Przyczyny zewnętrzne wynikały z pogorszenia się sytuacji makroekonomicznej z powodu wojny na Ukrainie, istniejących napięć inflacyjnych i późniejszych podwyżek stóp procentowych wynikających z koniecznego zacieśnienia polityki pieniężnej<sup>97</sup>. Pandemia COVID – 19 doprowadziła do nietypowego wzrostu oszczędności i depozytów bankowych, których większość została zainwestowana w papiery wartościowe o dłuższym terminie zapadalności<sup>98</sup>. Do końca 2021 r. depozyty osiągnęły 18,9 bln USD i były o 39 procent wyższe niż przed pandemią<sup>99</sup>. Wraz ze wzrostem stóp procentowych koszty depozytów rosły powoli, a depozyty spadły w 2022 r.<sup>100</sup>. „Tendencja ta przyspieszyła w pierwszym kwartale 2023 r., ponieważ koszt alternatywny posiadania depozytów wzrósł ze względu na znacznie lepsze rentowności funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego”<sup>101</sup>.

Kryzys amerykańskich banków z 2023 r. ujawnił brak przygotowania banków i instytucji nadzorczych do prowadzenia działalności w środowisku wyższych stóp procentowych<sup>102</sup>. Zabójcze okazało się podniesienie efektywnej stopy funduszy federalnych aż o 525 punktów bazowych jako reakcja na uporczywą inflację w okresie marzec 2022 – wrzesień 2023, gdy przez poprzednie lata banki prowadziły swoją działalność w warunkach niskich stóp procentowych<sup>103</sup>.

Bezpośrednią przyczyną bankructw banków był natomiast gwałtowny odpływ depozytów klientów, nieobjętych gwarancjami FDIC, rozliczne straty na

<sup>94</sup> D.M. Peterson, M. Barnes, 2023 Banking Crisis. US By the Numbers, Update 1, 14 May 2023.

<sup>95</sup> Tamże.

<sup>96</sup> J. Alonso, R. Anguren, M. C. Manzano, J. Mochón, The 2023 Banking Crisis: The Causes and the Role Played by Bank Management, Supervisors and Regulators, Financial Stability Review, Issue 45, Autumn 2023, Banco de España, s. 26.

<sup>97</sup> Tamże, s. 25.

<sup>98</sup> T. Adrian, N. Abbas, S. Ramirez, G. F. Dionis, The US Banking Sector since the March 2023 Turmoil: Navigating the Aftermath, International Monetary Fund, March 2024, Note/2024/001, s. 11.

<sup>99</sup> Tamże.

<sup>100</sup> Tamże.

<sup>101</sup> Tamże.

<sup>102</sup> Przyczyny, przebieg i konsekwencje kryzysu, ..., op. cit., s. 9.

<sup>103</sup> Tamże.



aktywach oraz znaczne ekspozycje kredytowe w obszarze nieruchomości komercyjnych.

Poniżej opisano specyficzne przyczyny bankructw głównych aktorów kryzysu w USA w 2023 r. Przyczyny kryzysu banku Silicon Valley Bank (SVB) są złożone. SVB był główną spółką zależną założonej w 1983 r. grupy Silicon Valley Bank Financial Group (SVBFG) z siedzibą w Santa Clara w Kalifornii<sup>104</sup>. Był to bank bardzo specyficzny, ponieważ jego działalność koncentrowała się na świadczeniu usług bankowych i finansowych dla firm z branży start-upów, technologii, life sciences, opieki zdrowotnej i Venture Capital<sup>105</sup>.

W okresie 2016–2023 SVB uzyskał spektakularny wynik w postaci czterokrotnego wzrostu depozytów<sup>106</sup>. W 2023 r. ich poziom wynosił 175 mld \$, podczas gdy w 2016 r. było to 40 mld \$<sup>107</sup>. Z punktu widzenia dalszych wydarzeń i bankructwa SVB należy zwrócić uwagę, że specyficzną cechą tych depozytów było to, że miały one głównie charakter depozytów hurtowych o wysokim stopniu koncentracji sektorowej i geograficznej<sup>108</sup>. Okazało się, że 86% ogółu depozytów przekraczało maksymalny poziom gwarancji<sup>109</sup>.

W aktywach wysoką pozycję stanowiły papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami mieszkaniowymi<sup>110</sup>. Ważnym czynnikiem było to, że SVB nie był objęty wzmożonym nadzorem i wymogami regulacyjnymi, które obowiązywały duże korporacje finansowe<sup>111</sup>. Nie mógł też skorzystać z dyskontowego konta Rezerwy Federalnej, a wdrożenie opracowanego planu restrukturyzacji nie powiodło się. Nastąpił więc run na bank.

W dniu 9 marca 2023 roku z banku wycofano środki o łącznej wartości 42 miliardów dolarów, a już następnego dnia suma wypłat sięgnęła 100 miliardów dolarów. W rezultacie, w ciągu zaledwie trzech dni instytucja utraciła płynność finansową i znalazła się w stanie niewypłacalności. Kulminacją tego procesu był upadek Silicon Valley Bank (SVB), do którego doszło 10 marca 2023 roku na skutek gwałtownego i masowego odpływu depozytów, czyli klasycznego runu na bank. Był szesnastym co do wielkości bankiem w Stanach Zjednoczonych pod koniec 2022 r., z aktywami o wartości 209 miliardów dolarów, co oznaczyło największą upadłość banku od czasu globalnego kryzysu finansowego w latach 2007–2009

i jedną z największych upadłości bankowych w historii USA<sup>112</sup>.

Drugim przypadkiem bankructwa, do którego doszło w Stanach Zjednoczonych w 2023 roku – mniej nagłośnionym niż upadek Silicon Valley Bank – był bank Signature Bank of New York (SBNY). W chwili upadku bank SBNY posiadał aktywa o wartości około 110 miliardów dolarów, a istotną część jej bilansu stanowiły niestabilne i wysoko ryzykowne aktywa powiązane z rynkiem kryptowalut. Dla celów opracowania niezwykle ważne jest to, że około 90% zdeponowanych środków nie podlegało gwarancjom FDIC, co czyniło strukturę finansowania banku wysoce wrażliwą na odpływy kapitału. W swoim modelu biznesowym koncentrował się na nieruchomościach komercyjnych na poziomie 334% kapitału Tier 1. W ciągu kilku dni bank SBNY stracił ponad 70% kapitału własnego. Nic zaskakującego, że 12 marca 2023 r. został zamknięty przez Departament Stanu Nowy York i FDIC.

Trzecim i zarazem ostatnim przykładem bankructwa przedstawionym w raporcie jest First Republic Bank (FRB). Instytucja ta posiadała aktywa o wartości około 212 miliardów dolarów i koncentrowała swoją działalność na świadczeniu usług finansowych dla zamożnych klientów indywidualnych<sup>113</sup>. Model biznesowy banku zakładał oferowanie preferencyjnych warunków finansowania, w szczególności długoterminowych kredytów hipotecznych o niskim oprocentowaniu, co czyniło bank szczególnie wrażliwym na zmiany warunków rynkowych<sup>114</sup>.

Bank zarządzał majątkiem klientów przez przechowywanie znacznych oszczędności przekraczających sumy gwarantowane przez FDIC. Prawie połowa portfela kredytowego dotyczyła hipotek na nieruchomości mieszkaniowe, które straciły dramatycznie na wartości wskutek wzrostu stóp procentowych.

W celu ratowania instytucji utworzono konsorcjum złożone z 11 notowanych publicznie banków, pod przewodnictwem JP Morgan Chase. W ramach tego porozumienia zdeponowano 30 miliardów dolarów w First Republic Bank, aby wzmocnić jego płynność oraz wysłać wyraźny sygnał o szerokim wsparciu ze strony amerykańskiego sektora bankowego. Mimo podjętej próby restrukturyzacji i działań stabilizacyjnych, sytuacji nie udało się opanować.

Bank został zamknięty decyzją Kalifornijskiego Departamentu Ochrony i Innowacji Finansowych. Pod

<sup>104</sup> M.S. Barr, Review..., op. cit., s. 17.

<sup>105</sup> The Failure of Silicon Valley Bank (SVB): A PRMIA Case Study, PRMIA, 2023, s. 2.

<sup>106</sup> Przyczyny, przebieg i konsekwencje kryzysu, ..., op. cit., s. 11.

<sup>107</sup> Tamże.

<sup>108</sup> Tamże.

<sup>109</sup> Tamże.

<sup>110</sup> Tamże.

<sup>111</sup> Tamże.

<sup>112</sup> D. B. Choi, P. Goldsmith-Pinkham, T. Yorulmazer, Contagion Effects of the Silicon Valley Bank Run, ..., op. cit., s. 1.

<sup>113</sup> Przyczyny, przebieg i konsekwencje kryzysu, ..., op. cit., s. 13.

<sup>114</sup> Tamże.



koniec marca 2023 roku niegwarantowane depozyty stanowiły 49% całości, ekspozycja na nieruchomości komercyjne wynosiła 209% kapitału Tier 1, a niezrealizowane straty w tym kapitale sięgały 30%<sup>115</sup>. Wraz z likwidacją banku, JP Morgan Chase przejął wszystkie rachunki depozytowe oraz niemal wszystkie aktywa First Republic Bank z dniem 1 maja 2023 roku.

Reasumując, według oficjalnych informacji opublikowanych przez FDIC, w 2023 roku w Stanach Zjednoczonych doszło do pięciu upadłości banków objętych ubezpieczeniem FDIC. Łączna wartość aktywów tych instytucji wyniosła około 548,7 miliarda dolarów, co stanowi najwyższy roczny poziom w historii USA pod względem sumy aktywów upadłych banków<sup>116</sup>. Dla porównania, w 2008 roku – podczas globalnego kryzysu finansowego – łączna wartość aktywów upadłych banków była niższa, mimo że liczba upadłości była większa<sup>117</sup>. To podkreśla skalę i wyjątkowość kryzysu bankowego w 2023 roku.

Kryzys z 2023 r. ujawnił zagrożenia strukturalne, które wynikały z modeli biznesowych, wykorzystywanych m. in. przez banki SVB, Signature Bank of New York i First Republic Bank. Z punktu widzenia celu raportu bardzo ważne jest spostrzeżenie, że banki z wyższym wskaźnikiem nieubezpieczonych depozytów odnotowały znacznie większe spadki cen akcji (o około trzy punkty procentowe) około 9 marca 2023 r.<sup>118</sup>.

Przedstawione wyżej mechanizmy bankructw banków amerykańskich tworzą solidne podstawy do sformułowania wniosków dla polityki budowania stabilności struktury finansowania banków w Polsce.

- Dążenie do optymalizacji struktury aktywów i pasywów powinno być konsekwentnie ukierunkowane na ograniczanie ryzyka (w tym ryzyka związanego z niedopasowaniem aktywów i pasywów).
- Przypomnienie zasady, że nie można lekceważyć ryzyka stopy procentowej oraz ryzyka płynności w praktyce funkcjonowania sektora bankowego, gdyż jest to najszybsza ścieżka do jego niestabilności.
- Wysoce specyficzny i zbyt wyspecjalizowany charakter modeli biznesowych banków może powodować, że nie docenia się ich wpływu na stabilność całego sektora bankowego.

<sup>115</sup> Tamże.

<sup>116</sup> <https://www.fdic.gov/resources/resolutions/bank-failures/in-brief/bfb2023.html> [dostęp: 5.05.2025].

<sup>117</sup> Tamże.

<sup>118</sup> G. Vuillemeys, The deposit glut: Lessons from the failure of Silicon Valley Bank, <https://cepr.org/voxeu/columns/deposit-glut-lessons-failure-silicon-valley-bank> [dostęp: 5.05.2025].

- Relatywnie wysoki udział papierów wartościowych o charakterze dłużnym w bilansach banków nie daje gwarancji stabilności sektora bankowego, zwłaszcza gdy zarządy banków nie są świadome zagrożeń wystąpienia wysokich strat, jakie może wygenerować posiadany portfel pozornie bezpiecznych aktywów.
- Nadzwyczajne czy szybkie tempo wzrostu przychodów i zysków wybranych banków łączy się ze wzrostem złożoności i ryzyka. Dlatego też należy się tym bankom szczególna uwaga ze strony nadzoru.
- Dotychczasowy model nadzoru, oparty głównie na działaniach prewencyjnych, okazał się niewystarczający. Konieczne jest wzmocnienie narzędzi nadzorczych o elementy o charakterze śledczym i karnym, umożliwiające szybszą identyfikację ukrytych zagrożeń oraz skuteczną reakcję na działania sprzeczne z interesem deponentów.
- Współczesne media społecznościowe i technologie cyfrowe radykalnie skracają czas reakcji klientów na pojawiające się sygnały ryzyka. Obawy deponentów mogą rozprzestrzeniać się w ciągu godzin, co zwiększa prawdopodobieństwo błyskawicznego i gwałtownego odpływu środków. W tych warunkach tradycyjne narzędzia reagowania mogą być niewystarczająco szybkie i skuteczne.
- Konieczny jest rozwój na poziomie nadzorczym specyficznych wskaźników wczesnego ostrzegania, które pozwalałyby ujawniać przed materializacją ryzyka zbyt szybki wzrost instytucji kredytowych.

Scenariusz powtórzenia amerykańskiego kryzysu bankowego z 2023 roku w Polsce należy uznać za mało prawdopodobny. Taka ocena jest uzasadniona, mimo że w strukturze finansowania banków działających w Polsce można dostrzec pewne słabości. Wynika to jednak z istotnych różnic strukturalnych i systemowych pomiędzy sektorem bankowym w Stanach Zjednoczonych a tym funkcjonującym w Polsce.

Po pierwsze, amerykański kryzys dotknął głównie banki o relatywnie wysokim poziomie aktywów oraz specyficznych modelach biznesowych, opartych w dużej mierze na ekspozycji na ryzykowne segmenty rynku, takie jak kryptowaluty, finansowanie start-upów czy współpraca z funduszami Venture Capital. W Polsce nie funkcjonują instytucje o takiej charakterystyce. Nawet największe banki krajowe prowadzą działalność w oparciu o uniwersalny, konserwatywny model bankowości detaliczno-korporacyjnej, a ich struktura finansowania jest wysoce rozproszona.

Po drugie, w bilansach polskich banków dominują depozyty gwarantowane – formalnie przez Bankowy

Fundusz Gwarancyjny, a de facto przez państwo – co znacząco ogranicza podatność na zjawisko runu bankowego i wzmacnia stabilność sektora w sytuacjach napięcia.

Po trzecie, choć udział obligacji Skarbu Państwa, a także papierów PFR i BGK w aktywach polskich banków jest istotny, instrumenty te pozostają w pełni płynne. Ponadto stanowią one akceptowalne zabezpieczenie w transakcjach z Narodowym Bankiem Polskim, co w razie potrzeby umożliwia szybkie pozyskanie środków na poprawę płynności.

Po czwarte, udział kredytów mieszkaniowych w walutach obcych, obarczonych podwyższonym ryzykiem kredytowym i prawnym w kredytach ogółem jest spadający, nie przekracza 10%<sup>119</sup>.

Po piąte, płynność krótkookresowa i długoterminowa krajowych banków jest wysoka i mało prawdopodobne jest, aby brak płynności był czynnikiem prowadzącym do ich niewypłacalności (znaczna nadpłynność sektora, utrzymująca się w długim okresie). Średnia wartość wskaźnika krótkookresowej płynności LCR od lat kształtuje się powyżej wymaganego minimum w wysokości 100%, a na koniec

2023 r. osiągnęła wartość 218% w sektorze banków komercyjnych.<sup>120</sup> Wskaźnik stabilnego finansowania NSFR przewyższa wymagany poziom 100%. Na koniec 2023 r. wskaźnik ten osiągnął wartość 163% w sektorze banków komercyjnych<sup>121</sup>. Zatem jak już wspomniano problemem dla banków jest relatywnie wysoka nadpłynność.

Po szóste, udział kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w PKB jest raczej umiarkowany, w latach 2020-2024 i kształtuje się na poziomie od 15% do 20% (trend spadkowy)<sup>122</sup>.

Po siódme, zarządy banków są profesjonalne, uczulone na kwestie płynności jeszcze przed okresem wielkiego kryzysu finansowego (w Polsce obowiązywały wskaźniki płynności zanim wprowadziła je Bazylea III). Polityka prowadzona przez polskich nadzorców jest wysoce konserwatywna.

Konkludując, odnoszenie amerykańskiego kryzysu z 2023 r. do sytuacji w Polsce ma ograniczone uzasadnienie merytoryczne. Natura tego kryzysu była wysoce specyficzna i mocno osadzona w realiach amerykańskiego rynku finansowego. W Polsce nie występują strukturalne warunki, które mogłyby prowadzić do podobnego scenariusza.

<sup>119</sup> Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2023 r. NBP Warszawa, s. 20.

<sup>120</sup> Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2023 r. UKNF Warszawa, s. 53.

<sup>121</sup> Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2023 r. UKNF Warszawa, s. 54.

<sup>122</sup> Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2023 r. NBP Warszawa, Wykres 1.22, s. 21.



# Rozwiązania regulacyjne promujące dopasowanie terminowe bilansów banków i ich ocena – doświadczenia węgierskie



#### 4.1. Istota wskaźnika MFAR i jego ewolucja

Regulację promującą dopasowanie terminowe bilansów banków i lepsze powiązanie kredytów mieszkaniowych z finansowaniem opartym na listach zastawnych wprowadzono na Węgrzech. Chodzi tu o wskaźnik adekwatności finansowania hipotecznego (MFAR – *Mortgage Funding Adequacy Ratio*), którego wdrożenie Narodowy Bank Węgier (Magyar Nemzeti Bank, MNB) ogłosił w czerwcu 2015 roku. Choć zapowiedź nastąpiła wcześniej, rozporządzenie regulujące ten wskaźnik weszło w życie dopiero w 2017 roku. Tym samym wskaźnik MFAR funkcjonuje na Węgrzech od prawie dekady.

Zgodnie metodyką wskaźnika MFAR kredyty hipoteczne udzielane gospodarstwom domowym o okresie zapadalności przekraczającym rok muszą być w określonej części finansowane za pomocą długoterminowych źródeł, takich jak listy zastawne lub kredyty refinansowe udzielane przez banki hipoteczne<sup>123</sup>. MFAR obowiązuje na Węgrzech od 1 kwietnia 2017 roku i został zaprojektowany jako instrument makroostrożnościowy, wspierający długoterminową stabilność finansowania kredytów hipotecznych<sup>124</sup>.

Podstawową przesłanką jego wprowadzenia w węgierskim systemie bankowym był problem z narastającym niedopasowaniem terminowym. Wprowadzenie tego środka było uzasadnione w szczególności wzrostem portfeli kredytów hipotecznych w forintach długoterminowych po konwersji kredytów walutowych na dług w forintach wdrożonej w 2015 r.<sup>125</sup> Doprowadziło to do wzrostu niedopasowania terminów zapadalności w forintach węgierskich banków, które w większości polegały na finansowaniu depozytowym i innym krótkoterminowym finansowaniu<sup>126</sup>.

W celu rewitalizacji rynku listów zastawnych przyjęto na Węgrzech zestaw różnych działań i narzędzi polityki publicznej, co istotnie odróżnia podejście węgierskie od polskiego. Zestaw działań obejmował obok wprowadzenia MFAR również wsparcie popytu w postaci programów zakupów listów zastawnych przez MNB. MNB zaczął wspierać przebudowę rynku i emisje za

pomocą kilku instrumentów<sup>127</sup>. Obejmowały one zachęty regulacyjne typu podaźowego (narzędzie polityki makroostrożnościowej), programy zakupu obligacji typu popytowego (narzędzie polityki pieniężnej) i inną miękką pomoc koordynującą (negocjacje, inicjatywy regulacyjne, indeksy giełdowe)<sup>128</sup>.

Wspieranie rozwoju dłuższych pasywów przez MNB było wielowątkowe i ułatwione faktem, że MNB jest większościowym właścicielem budapesztańskiej giełdy papierów wartościowych. Wśród narzędzi wspierających rozwój rynku listów zastawnych pojawiły się indeksy giełdowe zwiększające przejrzystość cenową rynku oraz certyfikowane przez MNB kredyty hipoteczne. Certyfikacja kredytów hipotecznych na Węgrzech pełni kilka ról. Po pierwsze ma na celu ograniczenie ryzyka stopy procentowej dla kredytobiorców korzystających z kredytów hipotecznych (certyfikowane kredyty mają okresowo stałą stopę procentową). Po drugie, certyfikacja ma również doprowadzić do rozwoju na szerszą skalę zielonego budownictwa mieszkaniowego.

W pierwszej fazie wdrażania na Węgrzech nowej regulacji położono nacisk na krajowe (w forintach) listy zastawne. Od połowy 2022 r. banki mają możliwość uwzględniania we współczynniku MFAR listów zastawnych wyemitowanych w innej walucie niż forint.

Koncepcyjnie MFAR jest spójnym, logicznym i przejrzystym wskaźnikiem. Przymusza banki do emitowania listów zastawnych w celu pokrycia portfela kredytów hipotecznych. Jest to więc wskaźnik promujący rozwój listów zastawnych. Metoda obliczania współczynnika adekwatności finansowania hipotecznego (MFAR) dana jest wzorem<sup>129</sup>:

$$\text{MFAR} = \frac{\text{Zobowiązania zabezpieczone na hipotekach powyżej jednego roku}}{\text{Detaliczne kredyty hipoteczne ponad 1 rok}} \times 100$$

Krótkiego komentarza wymaga licznik wskaźnika MFAR. Do licznika zalicza się zgodnie z regulacją MNB listy zastawne, inne papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką oraz refinansowanie otrzymane od instytucji udzielających kredytów hipotecznych.

W kategoriach statystycznych MFAR jest stymulantą. Z perspektywy nadzorczej pożądanym jest wyższy poziom wskaźnika, przy czym minimalna wielkość MFAR wynosi obecnie 25%.

<sup>123</sup> Notification template for national macroprudential measures not covered by of the Capital Requirements Regulation (CRR)/Capital Requirements Directives (CRD) (other than borrower-based measures). ESRB, 26-11-2021.

<sup>124</sup> Mortgage Funding Adequacy Ratio (MFAR), <https://www.mnb.hu/en/financial-stability/macroprudential-policy/the-macroprudential-toolkit/mortgage-funding-adequacy-ratio-mfar#:~:text=According%20to%20the%20MFAR%20regulation,minimum%20requirement%20is%2025%20percentminimum%20requirement%20is%2025%20percent>. [dostęp: 4.04.2025].

<sup>125</sup> T. Borkó, L. M. Csontos, J. Szakács, B. Varga, Covered bonds as instruments for developing capital markets and supporting financial stability: the Hungarian experience, BIS Papers No 148, s. 152.

<sup>126</sup> Tamże.

<sup>127</sup> Tamże.

<sup>128</sup> Tamże.

<sup>129</sup> Macroprudential Report, Magyar Nemzeti Bank, 2016, s. 28.



MFAR nakłada na banki obowiązek utrzymywania minimalnego udziału stabilnych, długoterminowych źródeł finansowania (przede wszystkim listów zastawnych zabezpieczonych hipotekami) w relacji do wartości portfela kredytów mieszkaniowych o pozostałym okresie zapadalności przekraczającym jeden rok. Obecnie minimalny wymagany poziom tego wskaźnika wynosi 25%.

Celem MFAR jest ograniczenie nadmiernej zależności sektora bankowego od krótkoterminowych źródeł finansowania oraz promowanie lokalnego rynku listów zastawnych jako efektywnego narzędzia refinansowania hipotecznego. Dzięki korzystnym ratingom kredytowym i niższemu kosztowi finansowania, instrumenty te sprzyjają lepszemu dopasowaniu terminowemu aktywów i pasywów w bilansach banków, zmniejszając jednocześnie ryzyko stopy procentowej – zwłaszcza w kontekście wzrostu liczby kredytów hipotecznych ze stałym oprocentowaniem.

MFAR jest narzędziem makroostrożnościowym, co nadaje mu szerszy kontekst systemowy – jego celem nie jest tylko ochrona pojedynczych banków, lecz przede wszystkim ograniczanie ryzyk, które mogą stanowić zagrożenie stabilności całego systemu finansowego.

Choć MNB pełni zarówno funkcję nadzorcy mikroostrożnościowego (skupionego na stabilności poszczególnych instytucji), jak i makroostrożnościowego (dbającego o stabilność systemową), to MFAR został zaprojektowany i wdrożony właśnie jako instrument polityki makroostrożnościowej. Oznacza to, że nie służy jedynie ograniczaniu ryzyka niedopasowania terminowego w bilansach konkretnych banków (tak jak klasyczna regulacja ostrożnościowa), lecz ma na celu ograniczenie skumulowanego ryzyka wynikającego z dominującej struktury finansowania w całym sektorze.

Instrument MFAR ma zastosowanie do instytucji kredytowych działających jako banki krajowe i węgierskich oddziałów instytucji kredytowych z państw

trzecich, a także podmiotów w ramach grup obejmujących instytucje kredytowe podlegające nadzorowi skonsolidowanemu. Zgodnie z węgierskimi uregulowaniami obowiązuje również limit de minimis: banki posiadające detaliczne kredyty hipoteczne na cele mieszkaniowe mniejsze niż 40 miliardów forintów (ok. 100 mln euro) są zwolnione z przestrzegania wymaganego wskaźnika MFAR.

Wprowadzenie MFAR uczyniło Węgry jednym z pionierów w Unii Europejskiej w zakresie wykorzystania regulacji ukierunkowanych na strukturalne dopasowanie źródeł finansowania kredytów mieszkaniowych do charakteru tych zobowiązań. MNB regularnie przegląda wymogi wskaźnika w świetle sytuacji rynkowej oraz celów stabilności finansowej, wprowadzając modyfikacje zarówno co do poziomu wymagań, jak i charakterystyki akceptowanych instrumentów finansowania.

Narodowy Bank Węgier (MNB) regularnie monitoruje wymogi dotyczące rozwoju rynku i stabilności finansowej w celu pogłębienia rozwoju rynku obligacji zabezpieczonych hipoteką, jego wzmocnienia i zdwersyfikowania popytu<sup>130</sup>. W związku z tym węgierski wskaźnik MFAR zmieniał się kilkakrotnie, co oznaczało zarówno wzrosty jego poziomów, jak i zmiany w treści, wpływając przede wszystkim na cechy jakościowe akceptowalnych funduszy. W 2017 roku wskaźnik ten wynosił 15%, w 2018 – 20%, a w 2020 roku – 25%. Elastyczna polityka w zakresie tego współczynnika pozwalała instytucjom kredytowym zmniejszyć różnice w terminach zapadalności i wymagalności pozycji bilansowych, a oprócz coraz bardziej rozpowszechnionych pożyczek z dłuższymi okresami oprocentowania mogło również ulec złagodzeniu ryzyko stopy procentowej. Ocenia się, że ten instrument wywiera pozytywny wpływ na zwiększenie zakresu stosowania stałych stóp oprocentowania kredytów hipotecznych.

Jak wspomniano wyżej regulacja MFAR podlegała zmianom. Najważniejsze z nich w porządku chronologicznym przedstawiono w tablicy 4.1.

<sup>130</sup> Mortgage Funding Adequacy Ratio (MFAR).

**Tablica 4.1.** Zmiany wskaźnika MFAR w latach 2017-2024

| Daty zmian                                 | Charakterystyka                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 kwietnia 2017 r.                         | Wprowadzenie MFAR; minimalny wymagany poziom wskaźnika ustalono na 15%.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 1 października 2018 r.                     | Podniesienie oczekiwań i zaostrzenie kryteriów; minimalny poziom MFAR podniesiono do 20%, jednocześnie zaostrzając wymogi dotyczące jakości akceptowanych źródeł finansowania.                                                                                                                                                                                                                                           |
| 1 lutego i 1 października 2019 r.          | Dalsze zaostrzenia; wprowadzono oczekiwany poziom MFAR na poziomie 25% oraz wzmocniono kryteria jakościowe i limit de minimis.                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 24 marca 2020 r.                           | Reakcja na pandemię COVID-19<br>Tymczasowo zawieszono ograniczenia dotyczące finansowania krzyżowego, by zwiększyć elastyczność sektora bankowego w warunkach kryzysu.                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 1 lipca 2021 r.                            | Włączenie zielonych instrumentów i zapowiedź dalszych zaostrzeń. Zielone listy zastawne zostały objęte preferencyjnym traktowaniem w kalkulacji MFAR. Jednocześnie zapowiedziano przyszłe zmiany wzmacniające stabilność finansową – miały wejść w życie od 1 października 2022 r.                                                                                                                                       |
| 1 lipca 2022 r.                            | Dopuszczenie finansowania w walutach obcych.<br>Pod określonymi warunkami MFAR zaczął obejmować również środki w walutach obcych. Podniesiono próg de minimis, a zaostrzenia zaplanowane wcześniej przesunięto na 1 października 2023 r.                                                                                                                                                                                 |
| 23 grudnia 2022 r.<br>i 1 stycznia 2023 r. | Odroczenie i modyfikacje techniczne.<br>Środki mające na celu wzmocnienie stabilności (m.in. podniesienie MFAR, ograniczenia wzajemnego posiadania listów zastawnych, oczekiwanie notowań giełdowych) zostały odroczone na czas nieokreślony. Wprowadzono również zmiany techniczne umożliwiające wykorzystanie nowych form refinansowania.                                                                              |
|                                            | Kolejne odroczenie zaostrzeń<br>MNB zawiesił na czas nieokreślony planowane środki zaostrzające, takie jak:<br>– podniesienie MFAR z 25% do 30%,<br>– ograniczenie wzajemnego posiadania listów zastawnych między bankami,<br>– obowiązek uwzględniania wszystkich listów notowanych na rynkach regulowanych.<br>Dodatkowo przesunięto wymogi środowiskowe dotyczące walutowych listów zastawnych na październik 2024 r. |
| 1 października 2024 r.                     | Odroczenie zielonych wymogów dla walutowych listów zastawnych                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

Źródło: <https://www.mnb.hu/en/financial-stability/macprudential-policy/the-macprudential-toolkit/mortgage-funding-adequacy-ratio-mfar#:~:text=According%20to%20the%20MFAR%20regulation,minimum%20requirement%20is%2025%20percent.> [dostęp: 4.04.2025].

Zarząd MNB postanowił uwzględniać liczne czynniki podczas kalibracji tego współczynnika. Należą do nich niedopasowanie terminów zapadalności aktywów i wymagalności zobowiązań instytucji kredytowych, rozkład tych terminów, udział długoterminowych funduszy w stosunku do wszystkich zobowiązań oraz wskaźniki związane z rozwojem rynku finansowania hipotecznego (rentowność, terminy, emisje, obrót na

rynku wtórnym, tworzenie rynku, oceny, struktura własności, rodzaj stóp procentowych itp.). Zmieniające się otoczenie makroekonomiczne, otoczenie regulacyjne wpływające na portfele hipoteczne i emisje obligacji oraz informacje od emitentów i potencjalnych inwestorów obligacji zabezpieczonych hipoteką dotyczące czynników wpływających na popyt zostały również wzięte są pod uwagę.



#### 4.2. Sytuacja na węgierskim rynku listów zastawnych i zmiana nastawienia MNB po stronie popytu

Węgierski sektor bankowy charakteryzuje się wysokim poziomem płynności, o czym świadczą osiągnięte przez banki wskaźniki LCR i NSFR. Na koniec sierpnia 2024 r. LCR wynosił na Węgrzech 177,4%<sup>131</sup>. Bardzo niski był wskaźnik kredytów do depozytów (76,6% na koniec sierpnia 2024 r.; dla porównania na koniec 2008 r. jego poziom wynosił 152,2%)<sup>132</sup>. Pod względem płynności sytuacja na Węgrzech jest zbliżona do tej, którą obserwujemy w polskim sektorze bankowym. Nie ma więc szczególnej presji na pozyskiwanie hurtowego finansowania. Jest ono wymuszone regulacyjnie i wiąże się ze wzrostem kosztu finansowania w węgierskim sektorze bankowym.

Na Węgrzech, na wzór niemiecki, w latach 90. XX wieku opracowano podstawy dzisiejszych ram

prawnych dla listów zastawnych<sup>133</sup>. Węgierska bankowość hipoteczna funkcjonuje w oparciu o model specjalistyczny. Instytucje udzielające kredytów hipotecznych są zgodnie z węgierskim prawem wyspecjalizowanymi instytucjami kredytowymi, których działalność ogranicza się do udzielania kredytów hipotecznych, refinansowania kredytów hipotecznych, świadczenia usług wyceny w celu ustalenia wartości rynkowej i wartości kredytowo-hipotecznej nieruchomości oraz pomocniczych usług finansowych<sup>134</sup>. Środki są pozyskiwane poprzez emisję listów zastawnych („jelzálog- glevél”)<sup>135</sup>.

Ze statystyk udostępnianych przez ECBC<sup>136</sup> wynika, że na Węgrzech emituje się tylko hipoteczne listy zastawne. Na koniec 2023 r. wartość listów zastawnych pozostających w obiegu wynosiła 5,5 mld euro. Wielkość rynku listów zastawnych w latach 2014-2023 i wartość nowych emisji w tym okresie przedstawiono w poniższej tablicy.

Tablica 4.2. Wielkość rynku listów zastawnych na Węgrzech w latach 2014-2023

| Rok  | Wartość listów zastawnych w obiegu w mld euro | Nowe emisje w mld euro |
|------|-----------------------------------------------|------------------------|
| 2014 | 3,3                                           | 0,09                   |
| 2015 | 3,0                                           | 0,88                   |
| 2016 | 2,2                                           | 0,63                   |
| 2017 | 2,6                                           | 1,17                   |
| 2018 | 3,8                                           | 2                      |
| 2019 | 3,9                                           | 0,49                   |
| 2020 | 4,5                                           | 1,56                   |
| 2021 | 4,5                                           | 0,54                   |
| 2022 | 4,8                                           | 0,91                   |
| 2023 | 5,5                                           | 1,19                   |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ECBC.

<sup>131</sup> Financial Stability Report, MNB, November 2024, s. 7.

<sup>132</sup> Tamże.

<sup>133</sup> M. Papp, A jelzáloglevél alapú finanszírozás helyzete Magyarországon pénzügyi stabilitási szempontból (The situation of mortgage bond-based financing in Hungary from the point of view of financial stability; available in Hungarian only), MNB Műhelytanulmányok 36, 2005, [www.mnb.hu/letoltes/mt36.pdf](http://www.mnb.hu/letoltes/mt36.pdf) (cyt. za: T. Borkó, op. cit., s. 152).

<sup>134</sup> R. Bozzai, Hungary [w:] ECBC: European Covered Bond Fact Book 2024, EMF/ECBC, ECBC Publication, September 2024, s. 321.

<sup>135</sup> Tamże.

<sup>136</sup> Tamże, s. 570.

Skala listów zastawnych będących w obiegu i wartość nowych emisji jest niewielka na tle europejskiego rynku listów zastawnych. W Szwecji, czyli pod względem ludności kraju zbliżonym do Węgier, w 2023 r. wyemitowano 56,7 mld euro nowych, hipotecznych listów zastawnych, czyli prawie pięćdziesiąt razy więcej.<sup>137</sup>

Rynek listów zastawnych na Węgrzech w latach 2016-2024 rozwijał się pod dość dużym wpływem regulacyjnej presji na osiągnięcie stabilności i bezpieczeństwa, w kierunku dominującego udziału listów denominowanych w forintach i zabezpieczonych głównie kredytami mieszkaniowymi.

Jeśli chodzi o kupon to na Węgrzech emituje się głównie listy zastawne o stałym oprocentowaniu. Tego typu emisje stanowiły 82,5% ogółu nowych emisji w 2023 r.<sup>138</sup> 57,8% nowych emisji stanowiły emisje w forintach, pozostałe zaś były emisjami w euro.<sup>139</sup> Wszystkie nowe emisje to emisje hard bullet, czyli całość kapitału jest spłacana jednorazowo w dniu zapadalności. Takie rozwiązanie daje inwestorowi większą przewidywalność (inwestorzy wiedzą dokładnie, kiedy otrzymają kapitał z powrotem – nie ma ryzyka przesunięcia terminu). Z punktu widzenia emitenta wadą takiego rozwiązania jest większe ryzyko płynnościowe.

Wartość listów zastawnych w obiegu na Węgrzech w relacji do PKB (w %) wyniosła na koniec 2023 r. 2,8% (najwyższa była w 2012 r. i wynosiła 4,9%)<sup>140</sup>. Na tle krajów UE jest to poziom niski.

W 2018 r. MNB uruchomił program zakupu obligacji zabezpieczonych hipoteką (MBPP). Program wspierał dostosowanie do wymogów MFAR i rozwój rynku, zapewniając solidny popyt na odpowiednią ilość w korzystnych warunkach cenowych<sup>141</sup>. Podkreśla się, że to właśnie „w dużej mierze dzięki działaniom MNB i sprzyjającemu otoczeniu makrofinansowemu, krajowy portfel obligacji zabezpieczonych hipoteką zaczął ponownie rosnąć w 2017 r. i wzrósł do poziomów sprzed kryzysu w latach 2007–2008, zwiększając ponad dwukrotnie kwotę wyemitowanych obligacji zabezpieczonych hipoteką i osiągając 36% wolumenu portfela kredytów hipotecznych<sup>142</sup>.

Zielone listy zastawne na Węgrzech są w początkowej fazie rozwoju, pomimo zachęty we wskaźniku

MFAR dla ich rozwoju. Co więcej, perspektywy ich rozwoju w najbliższych kilku latach są niepewne, zwłaszcza że program zakupów zielonych listów zastawnych przez MNB został w 2022 r. zawieszony.

Wskaźnik MFAR jest wypełniany przez zdecydowaną większość banków ze znacznymi buforami<sup>143</sup>. Średnia MFAR systemu bankowego wyniosła 31,7 procent na dzień 30 czerwca 2024 r.<sup>144</sup>. Od strony inwestorów węgierski rynek listów zastawnych zdominowany jest przez banki krajowe, które są największym nabywcą listów zastawnych na Węgrzech. Ważnym inwestorem wspierającym popyt na listy był MNB. Niewielką rolę odgrywają natomiast prywatni inwestorzy instytucjonalni i inwestorzy zagraniczni, którzy historycznie (w latach 2006-2012) odgrywali dużą rolę na węgierskim rynku listów zastawnych. W 2017 r. nie było ich prawie wcale. Dopiero w 2024 nastąpił wzrost udziału emisji w euro w ogólnym wolumenie listów zastawnych.

W raporcie makroostrożnościowym MNB opublikowanym w 2024 r.<sup>145</sup> podkreślono, że „w obecnych niekorzystnych warunkach rynkowych, biorąc pod uwagę znaczne dojrzewanie portfela listów zastawnych i stopniową odbudowę portfela kredytów hipotecznych, utrzymanie zgodności z MFAR może być trudne dla niektórych instytucji w nadchodzącym okresie. W pozostałej części 2024 r. 305 mld HUF listów zastawnych, stanowiących 15 proc. całkowitego zasobu, a w 2025 r. 269 mld HUF listów zastawnych, stanowiących 13 proc. całkowitego zasobu, osiągnie dojrzałość, co stworzy znaczną potrzebę emisji<sup>146</sup>. Dodano również, że dynamika i podstawy rozwoju rynku obligacji zabezpieczonych hipoteką nie są korzystne<sup>147</sup>. W tej sytuacji uzasadnione jest podejście wyczekujące na dalsze zaostrzanie przepisów, a nawet konieczne było odroczenie wcześniej zaplanowanego zaostrzenia<sup>148</sup>.

Problemem węgierskiego rynku listów zastawnych jest jego koncentracja. Patrząc od strony podaży listy zastawne emituje pięć banków (Erste Jelzálogbank Zrt.; K&H Bank Jelzálogbank Zrt.; MBH Jelzálogbank Nyrt.; OTP Jelzálogbank Zrt.; UniCredit Jelzálogbank Zrt.). Koncentracja występuje również po stronie popytu na listy zastawne. Problemem jest wzajemne nabywanie listów zastawnych pomiędzy bankami.

<sup>137</sup> Obliczenia na podstawie danych ECBC.

<sup>138</sup> Obliczenia na podstawie danych ECBC.

<sup>139</sup> Obliczenia na podstawie danych ECBC.

<sup>140</sup> HYPOSTAT 2024, A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, European Mortgage Federation, September 2024, s. 158.

<sup>141</sup> T. Borkó, op. cit., s. 153-154.

<sup>142</sup> Tamże, s. 154.

<sup>143</sup> Macroprudential Report – 2024, <https://www.mnb.hu/en/publications/reports/macroprudential-report/macroprudential-report-2024#469260> [dostęp: 25.04.2025].

<sup>144</sup> Tamże.

<sup>145</sup> Tamże.

<sup>146</sup> Tamże.

<sup>147</sup> Tamże.

<sup>148</sup> Tamże.



Polityka zakupów listów zastawnych przez MNB była realizowana w warunkach niskich stóp procentowych. MNB traktował bowiem zakupy listów zastawnych (MBPP) jako kanał polityki pieniężnej<sup>149</sup>. Zaangażowanie MNB na rynku listów zastawnych miało ułatwić przenoszenie decyzji o stopach procentowych do realnej gospodarki (np. poprzez niższe oprocentowanie kredytów mieszkaniowych). Zacieśnienie polityki pieniężnej zmieniło jednak sytuację i program zakupów został odwołany<sup>150</sup>. Jest to element ryzyka w dalszym rozwoju rynku listów zastawnych na Węgrzech.

W obecnej sytuacji konieczne stanie się wyjście węgierskich banków na rynki zagraniczne. Krajowa baza inwestorska na Węgrzech jest bowiem zbyt słaba, aby zapewnić wystarczające finansowanie dla nowych emisji listów zastawnych. W związku z tym banki będą zmuszone do pozyskiwania kapitału od inwestorów europejskich. Inwestorzy ci preferują jednak instrumenty denominowane w euro, a nie w forintach (HUF). Z tego powodu węgierskie banki hipoteczne będą musiały emitować listy zastawne w euro. Skoro banki finansują się w euro, a ich portfele kredytowe pozostają głównie w forintach, powstaje istotne ryzyko kursowe. Zgodnie z węgierskimi regulacjami dotyczącymi listów zastawnych, banki będą zobowiązane do zabezpieczenia (hedgingu) tych otwartych pozycji walutowych. Zabezpieczenie to (poprzez stosowanie instrumentów pochodnych) wiąże się z dodatkowymi kosztami, co podniesie całkowity koszt finansowania w euro.

#### 4.3. Ocena MFAR w kontekście wprowadzanego w Polsce wskaźnika WFD

Ponieważ MFAR funkcjonuje na Węgrzech od prawie dekady, upoważnia to do oceny tej regulacji w kontekście jej pierwotnych (założonych początkowo) celów. Oceniając doświadczenia węgierskie warto zwrócić uwagę na następujące kwestie:

1. Czy MFAR okazał się skuteczny w zmniejszaniu luki terminowej między kredytami mieszkaniowymi a źródłami ich finansowania?
2. Czy wskaźnik MFAR doprowadził do powstania silniejszego rynku listów zastawnych na Węgrzech? Czy stymulowanie przez MNB rozwoju rynku listów zastawnych poprzez programy ich zakupów

okazało się decydujące w odniesieniu do efektów uzyskanych w węgierskiej bankowości hipotecznej po wprowadzeniu wskaźnika MFAR?

3. Co z doświadczeń węgierskich jest istotne w kontekście polskiego wskaźnika WFD?

Ad. 1

Warto podkreślić, że regulacyjny poziom MFAR był spełniany przez zdecydowaną większość banków i cały sektor bankowy ze znacznymi buforami. Warto również wskazać, że przy kalibracji wskaźnika MFAR uwzględniano aktualne warunki rynkowe. Ustalając wyjściowy poziom zgodności z wymogiem, MNB brał pod uwagę istniejące otoczenie prawne rynku finansowania hipotecznego, stosunkowo dużą skalę koniecznych dostosowań po stronie banków oraz niską aktywność na rynku listów zastawnych.

Istotne znaczenie dla wdrożenia współczynnika MFAR miał zakup obligacji zabezpieczonych hipoteką przez bank centralny (MNB). Przejmowanie części pakietu tych obligacji dokonywało się początkowo z mniejszym zaangażowaniem MNB (ok. 10%), a potem stopniowo wzrosło do ok. 15% w 2021 r., by następnie ulec obniżeniu.

MFAR przyczynił się do częściowego ograniczenia luki terminowej w finansowaniu banków. Uстановiony przez MNB wymóg nie spowodował głębokich zmian w strukturze bilansu węgierskiego sektora bankowego. Jego skuteczność ograniczały płytki rynek listów zastawnych.

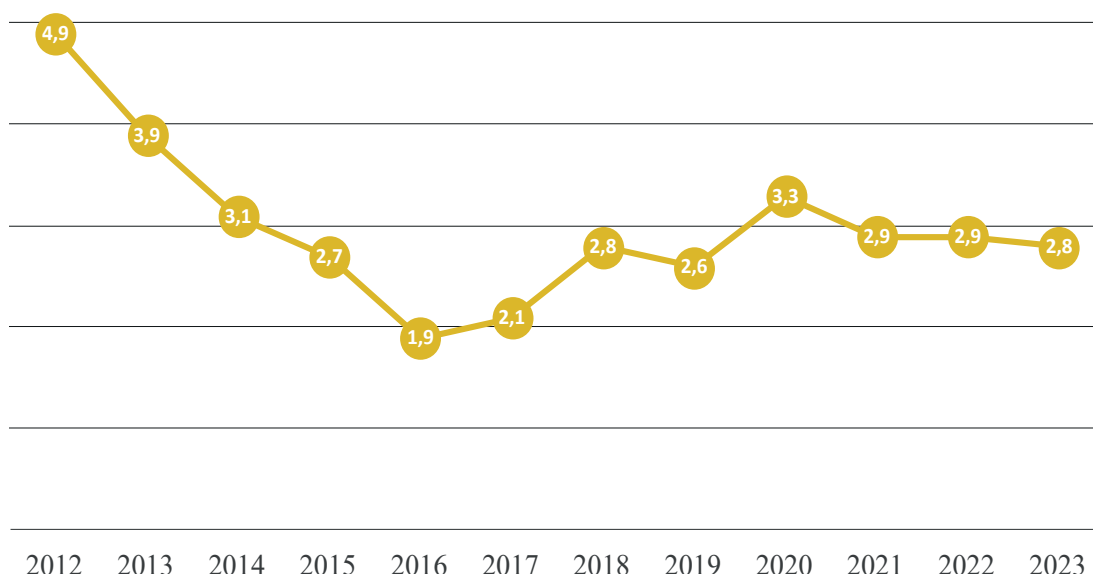
Ad. 2

Jeśli spojrzymy poprzez pryzmat relacji listów zastawnych znajdujących się w obiegu do PKB to wskaźnik MFAR pozwolił na częściowe odbudowanie rynku listów zastawnych, który jednak nadal pozostaje mały w porównaniu do średniej w UE.

Doświadczenia węgierskie w zakresie rozwoju rynku listów zastawnych pokazują, że nadzorcze mierniki regulacyjne mogą skutecznie skłonić banki do większego zaangażowania w ten segment rynku. Niemniej jednak, istotnym wyzwaniem pozostaje ograniczona i mało zdywersyfikowana baza inwestorska. Pomimo że węgierski model uwzględniał problem wąskiego grona inwestorów, dotychczas nie udało się wykształcić silnej struktury inwestorskiej wspierającej rozwój rynku listów zastawnych. Rynek detaliczny tych instrumentów nie rozwinął się w znaczącym stopniu. Z punktu widzenia inwestorów indywidualnych, bardziej atrakcyjne pozostają obligacje skarbowe, które postrzegane są jako instrumenty o niższym ryzyku niewypłacalności.

<sup>149</sup> T. Borkó, op. cit., s. 153.

<sup>150</sup> Opinion of the European Banking Authority on a decision to grant the permission referred to in Article 129(1), point (c)(ii) and Article 129(1a), point (c), of the CRR – notification from the Central Bank of Hungary (MNB), Eba/Op/2024/08, s. 4.



**Rysunek 4.1.** Wielkość rynku listów zastawnych na Węgrzech w relacji do PKB w latach 2012-2023

Źródło: HYPOSTAT 2024, A Review..., op. cit., s. 158.

Dodatkowo, rząd węgierski aktywnie promuje obligacje skarbowe jako formę patriotycznego wspierania krajowej gospodarki, oferując m.in. ulgi podatkowe – na przykład zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych dla wybranych emisji detalicznych. Czynniki te znacząco zwiększają atrakcyjność obligacji skarbowych w oczach gospodarstw domowych, jednocześnie ograniczając zainteresowanie listami zastawnymi. Brak rozwiniętego rynku wtórnego dla tych instrumentów dodatkowo utrudnia ich dystrybucję wśród inwestorów indywidualnych.

Kolejnym istotnym wyzwaniem dla węgierskiego rynku listów zastawnych jest zjawisko tzw. cross-financingu. Banki – w tym wyspecjalizowane banki hipoteczne – nabywają listy zastawne emitowane przez inne instytucje finansowe, w celu poprawy płynności lub spełnienia wymogów regulacyjnych (np. w zakresie aktywów wysokiej jakości – HQLA). Węgierski sektor bankowy jest silnie skoncentrowany, a dominują w nim nieliczne podmioty, takie jak OTP Bank, K&H czy Erste. Skutkiem tego zjawiska jest koncentrowanie wzajemnych ekspozycji pomiędzy ograniczoną liczbą uczestników rynku.

Taka struktura zwiększa ryzyko systemowe – w przypadku problemów jednej z dominujących instytucji, konsekwencje mogą rozprzestrzenić się na cały sektor. Wzajemne posiadanie listów zastawnych prowadzi również do zwiększonej ekspozycji banków na ryzyko specyficzne dla rynku nieruchomości. Potencjalne pogorszenie koniunktury, takie jak spadek

cen mieszkań, może skutkować stratami po stronie wielu instytucji jednocześnie.

Ad. 3

Biorąc pod uwagę przedstawione w materiale doświadczenia węgierskie w osiąganiu celów zapisanych w rekomendacji WFD należałoby uwzględnić kilka ważnych warunków, a w szczególności:

- prowadzenia spójnej polityki rządu, banku centralnego (NBP) i nadzoru bankowego (KNF) promującej rozwój budownictwa mieszkaniowego, przy zapewnieniu odpowiedniego, bezpiecznego finansowania w ujęciu holistycznym, a nie tylko podejścia wycinkowego (tylko nadzorczego); należy postępować przy zachowaniu dużej roztropności i synchronizacji działań z innymi instytucjami – członkami KSF oraz z sektorem bankowym, lepiej byłoby rozłożyć proces wdrożenia na okres co najmniej jednej dekady.
- wdrażanie WFD winno następować w sposób ewolucyjny, a nie rewolucyjny, przy zachowaniu elastyczności regulatora reagującego na tendencje i zjawiska rynkowe, prowadzącego stały dialog z instytucjami regulowanymi (prowadzenie konsultacji społecznych – nie tylko ex ante, ale też ex post, przedstawienie kompleksowej oceny skutków regulacji – ang. *regulatory impact assesment*, wyznaczenie kamieni milowych monitorowania wdrażania rekomendacji;
- mało prawdopodobne jest aktywne, bezpośrednie zaangażowanie Narodowego Banku Polskiego w rozwój rynku papierów dłużnych banków



spełniających wymogi WFD. Analiza dokumentów NBP i KNF wskazuje na brak spójności podejścia do tego zagadnienia obu tych instytucji. Brak zaangażowania się NBP w proces wdrażania Rekomendacji skutkować będzie tym, że negatywne konsekwencje wprowadzania WFD nie będą łagodzone przez działalność podmiotu mającego największe możliwości oddziaływania na rynek.

- rynek papierów dłużnych banków jest relatywnie słabo rozwinięty, a w szczególności znaczną słabością cechuje się rynek listów zastawnych i nie widać symptomów szybkiego jego ożywienia<sup>151</sup>, w tym usunięcia zgłaszanych od lat barier rozwojowych;
- w Polsce udzielanie kredytów mieszkaniowych zdominowane jest przez uniwersalne banki komercyjne, a w odniesieniu do bankowości hipotecznej działa tylko 5 banków: ING Bank Hipoteczny, mBank Bank Hipoteczny; Millennium Bank Hipoteczny; Pekao Bank Hipoteczny i PKO Bank Hipoteczny, które koncentrują się na komercyjnym rynku hipotecznym, a nie mieszkaniowym. Największy PKO Bank Hipoteczny posiada aktywa na poziomie blisko 20 mld zł aktywów, jednak jego potencjał od przynajmniej dwóch lat się kurczy. Na koniec ub.r. jego aktywa były o 26% niższe niż w końcu 2021 roku i wyemitował listy zastawne o wartości nominalnej 10,6 mld zł (maj 2024)<sup>152</sup>.

Reasumując, węgierskie doświadczenia są niejednoznaczne. Z jednej strony banki wypełniają nowy wymóg (w każdym z analizowanych okresów jego regulowane poziomy były faktycznie przekraczane, a utworzone bufory nie były wykorzystane w okresie 2017 – 2024), z drugiej strony rynek krajowych listów zastawnych (a to był jeden z ważniejszych celów wprowadzenia regulacji MFAR) pozostaje słabo rozwinięty, a jego dalszy rozwój ograniczają niekorzystne uwarunkowania strukturalne i rynkowe.

Z perspektywy implementacji WFD niepokojące jest również stwierdzenie zawarte w najnowszym raporcie makroostrożnościowym MNB, zgodnie z którym „fundusze oparte na hipotekach będą droższe w porównaniu z innymi źródłami finansowania, takimi jak depozyty detaliczne”.

Zachowując obiektywizm, należy podkreślić, że MFAR przyczynił się do wzmocnienia pozycji listów zastawnych na rynku węgierskim, m.in. poprzez wzrost zaufania ze strony inwestorów instytucjonalnych. Niemniej jednak, rynek ten nadal pozostaje niewielki i relatywnie słaby. W rezultacie, aby banki mogły w kolejnych latach spełniać wymogi MFAR, będą zmuszone sięgać po finansowanie na europejskim rynku kapitałowym, który – choć bardziej rozwinięty – jest dla nich istotnie droższy.

<sup>151</sup> Emisja listów zastawnych w Polsce. Raport z prac grupy roboczej Komisja Nadzoru Finansowego: P. Jabłoński, Wyeliminujemy zaszłości historyczne i rozwijamy listy zastawne. Miesięcznik Finansowy BANK 2023 nr 11.

<sup>152</sup> P. Jabłoński, Czy można wskrzesić listy zastawne? Miesięcznik Finansowy BANK, 2024 nr 6.



# Zasadność wprowadzenia regulacji WFD i jej krytyczna analiza





## 5.1. Zasadność wprowadzenia WFD

Konstrukcja wskaźnika WFD (Wskaźnika Finansowania Długoterminowego) opiera się na relacji dwóch wielkości. Licznik obejmuje kategorie instrumentów stanowiących źródło finansowania mieszkaniowych kredytów hipotecznych. Zaliczono do nich nadwyżkę funduszy własnych ponad wymóg OCR, instrumenty i pozycje zaliczane do MREL inne niż fundusze własne oraz listy zastawne. Pozostałe pozycje mają mniejsze znaczenie. W mianowniku wskaźnika WFD uwzględniono kredyty dla gospodarstw domowych zabezpieczone nieruchomościami mieszkaniowymi (w wartości bilansowej netto, z zastosowaniem odpowiednich wag regulacyjnych). Wagi stosowane w mianowniku wskaźnika zależą od rodzaju kredytów, ich terminu zapadalności oraz charakteru oprocentowania – preferencyjne wagi w postaci 0,9 przypisywane są kredytom o stałej lub okresowo stałej stopie procentowej.

Wskaźnik WFD, w przeciwieństwie do stosowanego na Węgrzech wskaźnika MFAR, ma charakter mikroostrożnościowy, a nie makroostrożnościowy.

Oznacza to, że WFD koncentruje się na ocenie stabilności i adekwatności struktury finansowania pojedynczych banków, bez bezpośredniego odniesienia do ryzyka systemowego w skali całego sektora finansowego. W praktyce przekłada się to na inną percepcję roli tego miernika. WFD służy przede wszystkim ochronie stabilności pojedynczych podmiotów, natomiast makroostrożnościowe wskaźniki, takie jak MFAR, są elementem szerszej polityki stabilności całego systemu finansowego i są zarządzane przez bank centralny, który ponosi odpowiedzialność za ograniczanie ryzyka systemowego i bezpieczeństwo systemu finansowego jako całości.

Wskaźnik WFD nie uzyskał aprobaty wszystkich instytucji tworzących sieć bezpieczeństwa finansowego w Polsce. Na „niepożądane skutki” WFD zwrócił uwagę NBP w raporcie o stabilności finansowej, który został opublikowany w grudniu 2024 r. Obawy przedstawione w raporcie sprowadzają się do następujących argumentów<sup>153</sup>:

- ze względu na płytkość rynku krajowego, emisje listów zastawnych będą kierowane głównie za granicę i nominowane w walutach obcych,
- dodatkowe emisje mogą podnieść koszty finansowania banków, skutkując spadkiem oprocentowania depozytów lub wzrostem marż kredytowych,

- ograniczenie roli depozytów detalicznych może przekształcić ryzyko odpływu środków w ryzyko refinansowania hurtowego lub ryzyko powiązań wewnątrzsektorowych,
- w okresie pogorszenia sentymentu rynkowego, WFD może utrudniać wzrost akcji kredytowej,
- banki niespełniające WFD mogą konkurować o inwestorów z emisjami MREL, które są priorytetowe dla stabilności systemu finansowego.

Ze względu na płytkość rynku krajowego, emisje będą kierowane głównie za granicę i nominowane w walutach obcych, co zwiększy ryzyko walutowe i stopy procentowej, zwłaszcza w mniej zdwersyfikowanych niż banki uniwersalne bankach hipotecznych<sup>154</sup>. Zabezpieczanie ryzyka instrumentami pochodnymi będzie generować ryzyko płynności (*margin calls*)<sup>155</sup>. Dodatkowe emisje mogą z dużym prawdopodobieństwem podnieść koszty finansowania banków, skutkując spadkiem oprocentowania depozytów lub wzrostem oprocentowania kredytów (marż). Ograniczenie roli depozytów detalicznych niesie ze sobą niebezpieczeństwo przekształcenia ryzyka odpływu środków w ryzyko refinansowania hurtowego lub ryzyko powiązań wewnątrzsektorowych. W okresie pogorszenia sentymentu rynkowego WFD może utrudniać wzrost akcji kredytowej – emisje mogą być trudne, co ograniczy podaż kredytów mieszkaniowych lub zmniejszy akcję kredytową w segmentach o wysokich wagach ryzyka, by zwiększać nadwyżki kapitałowe<sup>156</sup>.

WFD jest dodatkową regulacją, uzupełniającą wymogi kapitałowe i płynnościowe (LCR i NSFR). Do przedstawienia miejsca i roli WFD wykorzystajmy sposób myślenia i stylizowany bilans banku przedstawiony w pracy pt. *Benefits and costs of liquidity regulation*<sup>157</sup>.

Zgodnie z logiką przedstawioną na poniższym rysunku wskaźnik LCR wymaga od banków posiadania wystarczającej ilości wysokiej jakości aktywów płynnych (HQLA), aby pokryć odpływy krótkoterminowego finansowania w horyzoncie 30 dni<sup>158</sup>. Z kolei NSFR łączy niepłynne pożyczki z koniecznością posiadania stabilnego finansowania w pasywach. Celem wskaźników adekwatności kapitałowej i wskaźnika dźwigni finansowej jest wzmocnienie najmniejszej części pasywów, ale w dużej mierze przesądzającej

<sup>153</sup> Raport o stabilności systemu finansowego, Departament Stabilności Finansowej, NBP, Warszawa, grudzień 2024, s. 53.

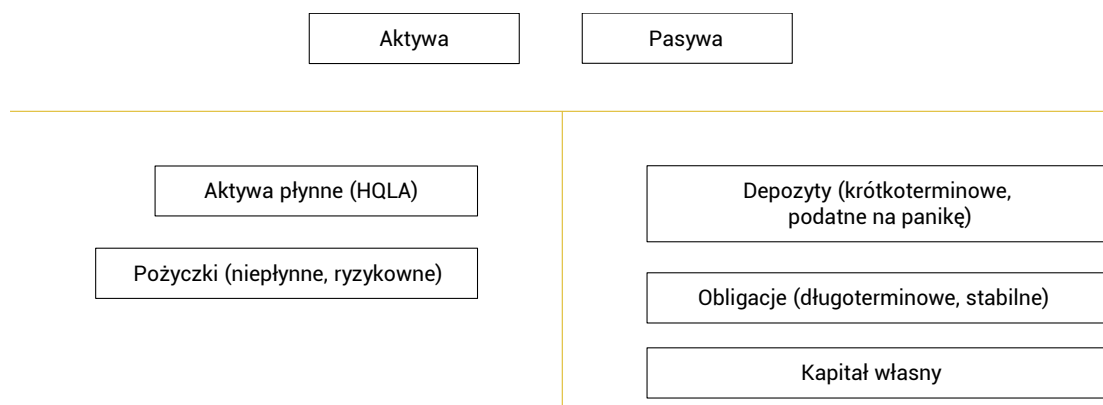
<sup>154</sup> Tamże.

<sup>155</sup> Tamże.

<sup>156</sup> Tamże.

<sup>157</sup> M. Hoerova, C. Mendicino, K. Nikolov, G. Schepens, S. Van den Heuvel, *Benefits and costs of liquidity regulation*, Working Paper Series, No 2169/July 2018, s. 8-9.

<sup>158</sup> Tamże, s. 8.


**Rysunek 5.1.** Stylizowany bilans banku

Źródło: M. Hoerova, op. cit., s. 8.

o wiarygodności banku i jego odporności finansowej, czyli kapitałów własnych. WFD ma natomiast charakter sektorowy i jego celem ma być wymuszenie na bankach zwiększenia roli obligacji (listy zastawne są w świetle teorii finansów obligacjami) w pasywach i ich powiązanie z kredytami mieszkaniowymi w celu zmniejszenia niedopasowania terminowego. O ile logiki zwiększania udziału kapitałów własnych (zwłaszcza tych o najwyższej jakości) nie można zanegować, to zwiększanie roli finansowania hurtowego w pasywach banków (nawet tego bardzo bezpiecznego w postaci listów zastawnych lub innych długoterminowych obligacji) jest już kontrowersyjne z uwagi na ryzyko wzrostu kosztu finansowania. Osad w depozytach służący obecnie w dużej mierze do finansowania rozwoju kredytów mieszkaniowych jest najtańszym źródłem finansowania, co oznacza, że ingerencja nadzoru i wprowadzenie nowego wskaźnika WFD zwiększy koszty finansowania, a to z kolei może oznaczać:

- 1) podwyższenie marż kredytowych,
- 2) obniżenie międzynarodowej konkurencyjności sektora bankowego,
- 3) inną politykę kredytową (z mniejszym naciskiem na rozwój kredytów mieszkaniowych).

W przypadku regulacyjnych miar płynności, niejako ubocznym efektem jest negatywny wpływ na rentowność. Efekt ten wystąpi w przypadku WFD, jeśli koszt stabilnego finansowania będzie wyższy od kosztu depozytów, a to wydaje się wręcz przesądzone (zob. rozdział 8). Kosztem zwiększania stabilności finansowej prawdopodobnie pojawi się więc erozja rentowności banków, która w dłuższym horyzoncie może ograniczać ich zdolność do budowy kapitału, finansowania wzrostu gospodarczego

i utrzymywania konkurencyjnej oferty kredytowej. Efekt ten będzie bardziej dotkliwy w warunkach niższych, nominalnych stóp procentowych.

Z punktu widzenia funkcji celu, wskaźnik WFD pełni rolę stymulanta, co oznacza, że wyższe wartości są pożądane z punktu widzenia regulatora/nadzorczy rynku (KNF). Wyższe wartości mają bowiem przyczyniać się do większego bezpieczeństwa finansowego banków. W przypadku WFD ustalono wartość progową (tzw. próg veta)<sup>159</sup>, poniżej której wskaźnik uznaje się za niewystarczający. W obecnym kształcie regulacji minimalny poziom wskaźnika WFD został określony na 40%, co stanowi dolną granicę akceptowalności i punkt odniesienia dla nadzoru. W praktyce można zakładać, że banki będą dążyć do utrzymywania wskaźnika w bezpośrednim sąsiedztwie progu regulacyjnego, co będzie pozwalało z jednej strony na spełnianie wymogów nadzorczych, a z drugiej pozwoli optymalizować wykorzystanie dostępnych źródeł finansowania.

Sposób kalkulacji wskaźnika WFD czyni z niego instrument zarządzania równowagą między aktywami długoterminowymi (kredytami hipotecznymi) a pasywami o stabilnym profilu, zwiększającym odporność banków na zmiany warunków rynkowych. Jednocześnie, jego konstrukcja ma charakter dyscyplinujący, ponieważ stymuluje banki do większego zaangażowania w pozyskiwanie finansowania o dłuższym horyzoncie czasowym. Podstawowym celem WFD ma być ograniczenie ryzyka związanego z niedopasowaniem terminów zapadalności aktywów i zobowiązań, identyfikowanego przez KNF jako zagrożenie

<sup>159</sup> Więcej na temat stymulant z progiem veta w: D. Strahl, M. Waleśiak, Normalizacja zmiennych w skali przedziałowej i ilorazowej w referencyjnym systemie granicznym, Przegląd Statystyczny, R. LIV – Zeszyt 1 – 1997, s. 70.



o charakterze systemowym. W kontekście wdrażania tej rekomendacji, KNF musi widzieć rezerwy w bankach w obszarze zarządzania ALM, które powinny sprawić, że skutki wdrożenia WFD nie powinny być tak dotkliwe.

Analizowane niedopasowanie wynika ze szczególnej cechy bilansu banku komercyjnego. Polega ona na tym, że „źródła finansowania banków są rozproszone, krótkoterminowe i mogą być wymagalne na żądanie (np. depozyty), podczas gdy aktywa są z reguły długoterminowe i nie zawsze kwalifikują się do szybkiej sprzedaży (np. kredyty) lub ich natychmiastowa sprzedaż związana jest z koniecznością poniesienia strat (ang. *fire-sale*)”<sup>160</sup>. WFD nawiązuje do transformacji terminów i modelu Diamond–Dybviga<sup>161</sup>. D. Diamond i P. Dybvig sformułowali formalny model mikroekonomiczny, który tłumaczy mechanizm powstawania runów na banki nawet w warunkach, gdy dana instytucja finansowa jest wypłacalna. Model ten pozwala lepiej zrozumieć, w jaki sposób właściwości depozytów na żądanie (ich płynność i dostępność) mogą wygenerować ryzyko samospelniającej się paniki w sytuacji braku odpowiednich zabezpieczeń systemowych. Ten model wywarł duży wpływ w ostatnich kilkudziesięciu latach na sposób myślenia o źródłach niestabilności banków. Źródłem niestabilności stała się transformacja terminów i depozyty. WFD wpisuje się w ten tok myślenia i jego wprowadzenie ma ograniczyć zakres transformacji terminów, promując pokrywanie ekspozycji długoterminowych stabilnymi źródłami finansowania (pozadepozytowymi). Ma to ograniczyć ryzyko płynności i zwiększyć odporność sektora bankowego na wstrząsy systemowe. Trzeba jednak wyraźnie podkreślić, że polskie banki charakteryzują się stabilną strukturą finansowania, pomimo, że jest oparta na krótkoterminowych depozytach. Depozyty zgromadzone w polskim sektorze bankowym charakteryzują się bowiem wysoką lepkością (*sticky deposits*), a ich stabilność od 30 lat wspiera wiarygodny i charakteryzujący się wysokim stopniem pokrycia depozytów<sup>162</sup> system gwarantowania depozytów. Termin „*sticky*” obrazuje odporność depozytów na odpływ środków, nawet w przypadku zmian stóp procentowych, sytuacji gospodarczej czy konkurencyjnych ofert innych banków. Takich depozytów w polskim

sektorze bankowym jest najwięcej. Stanowią one „osad we wkładach” przez lata.

Problem bankructwa pojawiał się w bankach, które polegały na nadmiernym krótkoterminowym finansowaniu hurtowym<sup>163</sup>. Przed globalnym kryzysem finansowym wiele banków zwiększało swoje bilanse poprzez pozyskiwanie środków z krótkoterminowego finansowania hurtowego. Środki te były w kolejnym kroku inwestowane w aktywa o dłuższym terminie zapadalności i niższej płynności. Taka strategia zwiększała ryzyko transformacji terminów, sprawiając, że banki były bardziej podatne na nagłe zmiany warunków rynkowych. W momencie wystąpienia szoków rynkowych lub spadku zaufania inwestorów, banki niestety doświadczały trudności w refinansowaniu swoich zobowiązań, co z kolei prowadziło do poważnych problemów płynnościowych, a w skrajnych przypadkach nawet do bankructwa. W związku z tym problemem systemowym nie są dobrze zdywersyfikowane depozyty detaliczne, a krótkoterminowe finansowanie hurtowe, które ma niewielki udział w pasywach polskiego sektora i nie stanowi obecnie praktycznie żadnego wyzwania.

Ostatnie doświadczenia (mamy tu na myśli kryzys bankowy w USA z 2023 r.) wskazują, że zagrożenie i wyzwanie dla systemu nadzoru stanowią banki odstające, w których występuje koncentracja depozytów. SVB był bankiem średniej wielkości, o bardzo skoncentrowanym profilu działalności – jego portfel depozytowy oparto niemal wyłącznie na klientach z sektora nowych technologii i funduszy venture capital. Takie zawężenie bazy deponentów, w połączeniu z dużym portfelem niezrealizowanych strat na obligacjach długoterminowych oraz brakiem efektywnego zarządzania ryzykiem stopy procentowej, doprowadziło do gwałtownego odpływu środków i tzw. runu cyfrowego (*digital bank run*), który zakończył się upadłością banku.

WFD nie jest *explicite* wskaźnikiem zmierzającym do tego, aby banki opierały finansowanie kredytów mieszkaniowych wyłącznie na listach zastawnych, ale jego logika (m.in. stopniowe zmniejszanie nadwyżki funduszy własnych w liczniku) oraz wyraźny nacisk na stabilność finansowania w sensie jego wydłużania mogą pośrednio prowadzić do takiego właśnie efektu w przyszłości.

Wskaźnik WFD odnosi się do problematyki ryzyka płynności, które znalazło się w centrum uwagi środowisk nadzorczych i regulacyjnych po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w latach 2007–2009.

<sup>160</sup> O. Szczepańska, A. Dobrzańska, B. Zdanowicz, *Resolution, czyli nowe podejście do banków zagrożonych upadłością*, NBP, Warszawa 2015, s. 9.

<sup>161</sup> Diamond–Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, 1983.

<sup>162</sup> W Polsce poziom środków gromadzonych w systemie gwarantowania depozytów znacznie przekracza minimalny próg określony w przepisach unijnych, który wynosi 0,8% wartości objętych gwarancjami depozytów. Oznacza to, że polski system charakteryzuje się wysokim poziomem ostrożności i zabezpieczenia na wypadek niewypłacalności instytucji finansowych.

<sup>163</sup> Szerzej: T. Yorulmazer, *Liquidity, Bank Runs and Bailouts: Spillover Effects During the Northern Rock Episode*, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1107570](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1107570) [dostęp: 2.04.2025].

Kryzys ten ujawnił szereg słabości w zakresie struktury finansowania banków, w tym przede wszystkim braki w dostępności wysokiej jakości aktywów płynnych (*High-Quality Liquid Assets* – HQLA), które w warunkach niekorzystnych scenariuszy mają podstawowe znaczenie z perspektywy utrzymania bieżącej płynności lub szybkiego jej odzyskania. W opracowanym po wybuchu globalnego kryzysu finansowego raporcie de Larosièrè'a poruszono kwestie związane z transformacją terminów i słabości związane ze strukturą finansowania<sup>164</sup>.

Doświadczenia z okresu globalnego kryzysu finansowego pokazały bowiem, że istnienie strukturalnych niedopasowań pomiędzy terminową strukturą zobowiązań a charakterystyką aktywów, zwłaszcza w kontekście długoterminowych ekspozycji kredytowych finansowanych przy użyciu krótkoterminowych pasywów może być niebezpieczne. W odpowiedzi, na świecie wdrożono nowe narzędzia nadzorcze mające na celu ograniczenie ryzyka płynności w ujęciu krótkoterminowym i strukturalnym. Brak adekwatnych buforów płynnościowych oraz zbyt silne poleganie na krótkoterminowym finansowaniu zewnętrznym sprawiły, że podczas globalnego kryzysu finansowego nawet wypłacalne banki znalazły się w sytuacji zagrożenia niewypłacalnością z powodu utraty płynności. Niepłynność i niewypłacalność banku to ściśle ze sobą powiązane pojęcia, które często trudno rozróżnić w momencie wystąpienia kryzysu<sup>165</sup>.

Globalny kryzys finansowy stał się więc impulsem do rewizji regulacji ostrożnościowych oraz zwiększenia wymogów w zakresie zarządzania ryzykiem płynności, czego wyrazem są m.in. standardy LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) i NSFR (*Net Stable Funding Ratio*) wdrożone w ramach postanowień Bazylei III. Wskaźnik NSFR miał pomóc „wyeliminować pewne niedociągnięcia w podejściu nadzorczym do zarządzania ryzykiem płynności, które stały się kluczowym problemem w czasie kryzysu finansowego”<sup>166</sup>.

W tym kontekście należy osadzić również krajowy wskaźnik WFD, który został ukierunkowany na ograniczenie ryzyka niedopasowania terminów zapadalności aktywów i wymagalności pasywów,

ze szczególnym uwzględnieniem finansowania długoterminowych ekspozycji kredytowych na cele mieszkaniowe.

Polski sektor bankowy spełnia z dużą nadwyżką zarówno wskaźnik LCR jak i NSFR. Z danych UKNF na koniec grudnia 2024 r. LCR wynosił 228,02%<sup>167</sup> (norma 100%) a NSFR 165,71% (norma 100%). Tak wysoka nadwyżka względem wymogów nadzorczych sugeruje, że banki w Polsce utrzymują znaczne bufor płynnościowe, co świadczy o ich ostrożnościowej postawie oraz wysokim stopniu zgodności z wymogami regulacyjnymi. Priorytetem banków jest bezpieczeństwo, co jest widoczne również w poziomie wskaźników obrazujących adekwatność kapitałową. Innym wskaźnikiem wskazującym na wysokie bezpieczeństwo polskiego sektora bankowego jest wskaźnik kredytów do depozytów (LDR), który jest na bardzo niskim poziomie, co z perspektywy płynności i bezpieczeństwa (przynajmniej w krótkim okresie) należy oceniać pozytywnie. Wskaźnik LDR na początku lat dwutysięcznych miał tendencję wzrostową i w 2007 r. przekroczył granicę 100%, by w pierwszej połowie 2009 r. osiągnąć swój szczytowy pułap ponad 120%. Następnie rozpoczął się proces obniżania tej relacji (z wyłomem w latach 2011 i 2012). W 2015 r. LDR spadło poniżej 100%. Od tego czasu mamy stałą i bardzo wyraźną tendencję do obniżek. Na początku 2025 r. wskaźnika kredytów do depozytów osiągnął poziom 64,4%<sup>168</sup>. Wysokie bezpieczeństwo polskiego sektora bankowego potwierdza również nadzorczy wskaźnik dźwigni finansowej.

To właśnie banki, które charakteryzują się wysokim wskaźnikiem kredytów do depozytów mają podwyższone ryzyko bankructwa. W polskim sektorze bankowym od 10 lat ten problem nie występuje. Co więcej, stymulantą rozwoju listów zastawnych w wielu krajach europejskich jest niedobór depozytów. W sytuacji, kiedy banki mogą opierać się na depozytach, zmniejsza się presja na listy zastawne (przykład Hiszpanii).

W warunkach bardzo wysokiej płynności polskiego sektora bankowego propozycja wprowadzenia kolejnego wskaźnika nadzorczego – niezależnie od jego konstrukcji – rodzi uzasadnione pytania o potrzebę takiej decyzji właśnie teraz. Nie negując kierunkowej konieczności zmniejszenia luki terminowej w polskim sektorze bankowym warto rozważyć bardziej ewolucyjne podejście i rozłożenie procesu zmniejszania luki terminowej na dłuższy czas. Przyjęcie bardziej elastycznej ścieżki wdrażania WFD

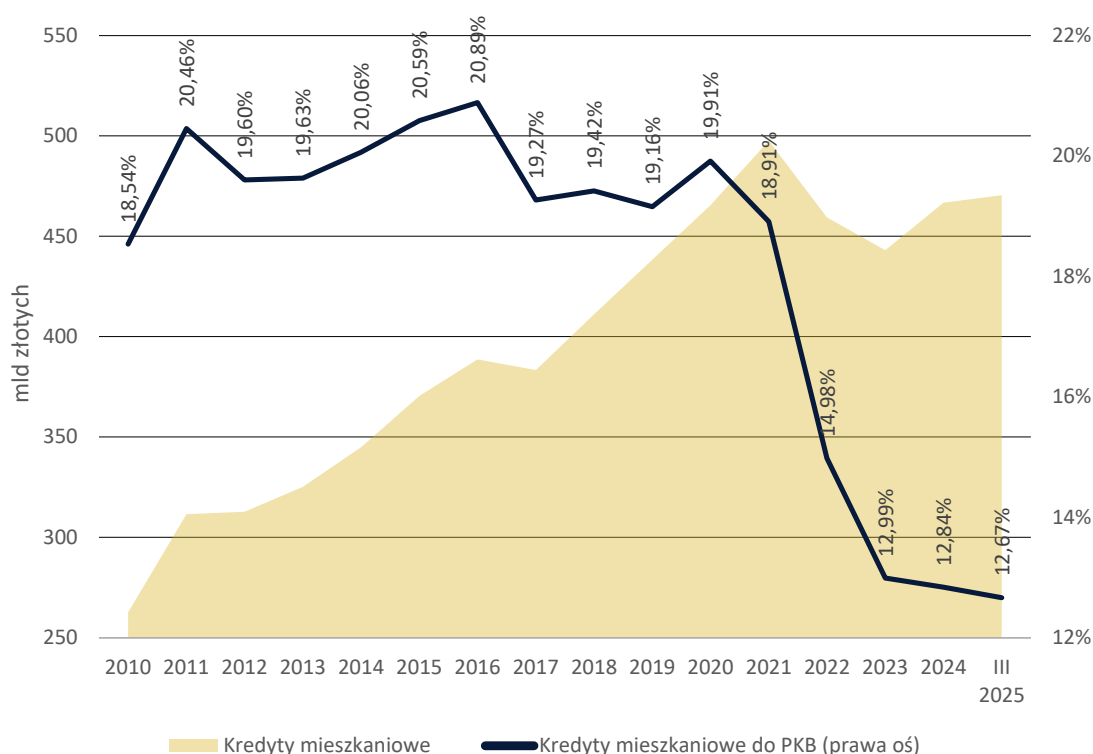
<sup>164</sup> The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosièrè, Report, Brussels, 25 February 2009.

<sup>165</sup> C. A. E. Goodhart, „Myths about the Lender of Last Resort”, *International Finance*, 2, 1999 (cyt. za: E. Carletti, I. Goldstein, A. Leonello, *The Interdependence of bank capital and liquidity*, 2020, s. 2, [https://www.ecb.europa.eu/press/conferences/shared/pdf/20191216\\_4th\\_macroprud\\_conf/2019.12.17\\_The\\_interdependence\\_of\\_bank\\_capital\\_and\\_liquidity\\_Agnese\\_Leonello.pdf](https://www.ecb.europa.eu/press/conferences/shared/pdf/20191216_4th_macroprud_conf/2019.12.17_The_interdependence_of_bank_capital_and_liquidity_Agnese_Leonello.pdf) [dostęp: 18.04.2025]).

<sup>166</sup> J. Gobat, M. Yanase, J. Maloney, *The Net Stable Funding Ratio: Impact and Issues for Consideration*, IMF Working Paper, WP/14/106, International Monetary Fund, 2014.

<sup>167</sup> [https://www.knf.gov.pl/?articleId=56224&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/?articleId=56224&p_id=18) [dostęp: 3.04.2025].

<sup>168</sup> Raporty KNF na temat sytuacji banków w poszczególnych latach oraz dane statystyczne UKNF.

**Rysunek 5.2.** Relacja kredytów mieszkaniowych do PKB

Źródło: opracowanie własne, dane KNF, GUS.

zwiększyłyby efektywność implementacji regulacji, minimalizując ryzyko niezamierzonych konsekwencji w postaci ograniczenia akcji kredytowej, wzrostu kosztów finansowania lub nadmiernej presji na wyniki banków. Najważniejszą zaletą takiego rozwiązania byłaby możliwość zbudowania silnego krajowego rynku listów zastawnych.

Za bardziej elastycznym podejściem w zakresie WFD niż to, które jest obecnie przemawia również umiarkowane tempo rozwoju kredytów mieszkaniowych w Polsce. Z uwagi na wolniejsze tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych od PKB doszło do obniżenia relacji wartości kredytów mieszkaniowych do PKB w proc. (patrz rysunek 5.2.), która stanowi ważny wskaźnik rozwoju rynku.

Warto dodać, że dotychczasowe sytuacje kryzysowe w polskim sektorze bankowym w ponad już 30-letniej jego historii wynikały głównie z problemów po stronie aktywów (portfela kredytowego), a nie z braku płynności czy nadmiernej transformacji terminów. Innymi słowy, to jakość udzielonych kredytów okazywała się głównym wyzwaniem, podczas gdy płynność finansowania pozostawała niezagrażona. Chyba najlepszym przykładem jest nagromadzenie ryzyka w kredytach udzielanych na szeroką skalę w walucie CHF w drugiej połowie pierwszej dekady

XXI w. Wygenerowały one bowiem znaczne ryzyko prawne i osłabiły atrakcyjność inwestycyjną polskiego sektora bankowego.

Każdy nowy wymóg regulacyjny wiąże się nie tylko z kosztami implementacyjnymi i sprawozdawczymi, ale również z koniecznością utrzymywania dodatkowych zasobów. Nie bez znaczenia jest również wysoka nadpłynność, która generuje koszt utraconych korzyści (*opportunity cost*). Problem kosztu alternatywnego pojawia się również w przypadku miernika WFD. Banki będą zobowiązane do strukturyzowania finansowania w sposób zgodny z regulacją, nawet jeśli bardziej dochodowe lub efektywne modele finansowania (np. bazujące na depozytach) byłyby z punktu widzenia ich aktualnej sytuacji bezpieczne i uzasadnione. W efekcie może dojść do negatywnych zjawisk (m.in. do wzrostu oprocentowania kredytów lub ograniczenia marży odsetkowej, skutkującej spadkiem zysku netto i osłabienia zdolności do tworzenia z zysków zatrzymanych kapitału własnego). Ochrona przed nadmierną transformacją terminów (taki cel ma realizować WFD) wcale nie musi prowadzić do większego poziomu stabilności, jeśli osłabi długoterminową zdolność banków do tworzenia zysków.

Nie dostrzegamy istotnych przesłanek przemawiających za wprowadzaniem kolejnego wskaźnika

służącego do pomiaru szeroko rozumianej płynności. Nowy wskaźnik (WFD) jest wyrazem zbyt konserwatywnego podejścia Komisji Nadzoru Finansowego do nadzoru nad bankami. Gai, Kemp, Serrano i Schnabel wskazują, że „podczas, gdy istnieje ogólny konsensus co do potrzeby regulacji, znacznie mniej zgody jest co do tego, czy (...) zwiększenie złożoności regulacji jest konieczne i właściwe”<sup>169</sup>. Cytowani autorzy wskazują m.in., że „nadmiernie złożone regulacje przyczyniają się do wzrostu ryzyka systemowego (...)”<sup>170</sup>. Wymieniają trzy argumenty<sup>171</sup>:

- 1) Złożone ramy regulacyjne tworzą iluzję dobrze kontrolowanego systemu, jednocześnie tworząc zachętę dla podmiotów regulowanych do manipulowania systemem.
- 2) „Nadmiernie dopasowany” system regulacyjny może nie być dobrze przygotowany do radzenia sobie z „nieznanymi niewiadomymi”.
- 3) Gdy ryzyka się materializują, połączenie trudnych do zrozumienia interakcji między różnymi przepisami i szeroką gamą narzędzi regulacyjnych może sprawić, że reakcje polityczne będą zawile i trudne do oceny, co utrudnia rozliczanie organów regulacyjnych i nadzorujących.

Zbyt dużo wymogów wpływa negatywnie na przejrzystość systemu i może skutkować efektem przeciwnym do zamierzonego, ograniczając zdolność banków do efektywnego zarządzania ryzykiem. Co więcej, regulacje mogą wchodzić ze sobą w konflikt, co stwarza ryzyko dla optymalizacji struktury bilansów banków. Dotyczy to zwłaszcza regulacji, które dotyczą zbliżonych problemów. Dyscyplina nadzorcza oparta na twardych regulacjach może też prowadzić do osłabienia dyscypliny rynkowej. Tutaj powinna występować komplementarność a nie substytucyjność.

Fundamentem dyscypliny nadzorczej powinien być zawsze przejrzysty, spójny i proporcjonalny system wskaźników, opierający się na racjonalnie dobranych parametrach czy poziomach. Taki system nie powinien nadmiernie ingerować w autonomię instytucji finansowych, a jednocześnie musi unikać tworzenia niezamierzonych efektów ubocznych, takich jak korelacje między wskaźnikami nadzorczymi, które mogą prowadzić do błędnej oceny sytuacji banku lub wysyłania mylnych sygnałów rynkowych.

Wzrost liczby wymogów nadzorczych może prowadzić do sytuacji, w której instytucje finansowe – zamiast skutecznie zarządzać ryzykiem – koncentrują się na mechanicznej zgodności z regulacjami. W tym sensie często przywoływane przysłowie „*im dalej w las, tym więcej drzew*” trafnie oddaje paradoks rosnącego zagęszczenia regulacyjnego.

## 5.2. Ocena wskaźnika WFD

Poniżej przedstawiono krytyczną analizę wybranych aspektów konstrukcji wskaźnika finansowania długoterminowego (WFD), osadzoną w paradygmacie analizy finansowej i ekonomicznej. Skoncentrowano się na dwóch istotnych kwestiach: (1) porównywalności wskaźnika WFD w czasie, oraz (2) potencjalnym konflikcie interpretacyjnym pomiędzy WFD a wskaźnikiem NSFR, stanowiącym element międzynarodowego standardu regulacyjnego w ramach Bazylei III. Trzeci, przedstawiony w analizie krytycznej wskaźnika WFD problem, nawiązuje do teorii kosztów finansowania banków.

Przedstawione w niniejszym opracowaniu wnioski i uwagi nie powinny być interpretowane jako kwestionowanie wskaźnika WFD. Nie podważamy potrzeby zwiększania stabilności struktury finansowania banków. Ocenie poddano konstrukcję wskaźnika i przyjętą ścieżkę jego wdrażania. W tym kontekście warto skorzystać z opisanych doświadczeń węgierskich, gdzie zidentyfikowano podobny problem, ale przyjęto inną metodę jego realizacji. Nie twierdzimy, że jest to wzorzec do naśladowania, ale praktyczne wnioski i refleksje z pewnością należałoby wziąć pod uwagę.

Odnosząc się do pierwszego problemu, czyli porównywalności w czasie – na gruncie teorii analizy finansowej – jedną z podstawowych cech efektywnego wskaźnika (atrybutów miernika służącego do oceny i monitorowania sytuacji finansowej banków) jest jego porównywalność międzyokresowa<sup>172</sup>. To z kolei zależy m.in. od stabilności konstrukcji wskaźnika, rozumianej jako niezmienność (lub minimalna zmienność) definicji zarówno licznika, jak i mianownika w czasie. Tego typu stabilność oznacza, że poszczególne jego elementy nie podlegają częstym rewizjom, a sposób ich pomiaru pozostaje trwały w dłuższym horyzoncie. Tylko bowiem w takich warunkach jest możliwe dokonywanie wiarygodnych porównań międzyokresowych, które stanowią warunek konieczny w analizie trendów oraz identyfikacji zmian o charakterze

<sup>169</sup> P. Gai, M. Kemp, A. S. Serrano, I. Schnabel, Regulatory complexity and the quest for robust regulation, Reports of the Advisory Scientific Committee, European Systemic Risk Board, No 8, June 2019

<sup>170</sup> Tamże.

<sup>171</sup> Tamże.

<sup>172</sup> Jedną z kluczowych cech dobrego wskaźnika jest możliwość jego stosowania w czasie, aby ocenić zmiany i trendy.



strukturalnym (w tym identyfikowania punktów zwrotnych).

Niestabilność definicyjna licznika wskaźnika WFD może prowadzić do powstawania pozornych zmian wartości miernika, które mogą być błędnie interpretowane, jako zmiany o charakterze fundamentalnym, mimo że ich źródłem jest wyłącznie zmiana w sposobie liczenia. W przypadku WFD istotnym problemem jest przewidziana, wieloletnia ewolucja konstrukcji jego licznika. Przez okres siedmiu lat komponent ten ma ulegać istotnym modyfikacjom, co w praktyce uniemożliwi zachowanie porównywalności międzyokresowej. Wskaźnik osiągnie docelową formę (a tym samym porównywalność) dopiero w latach 30. XXI wieku. Innymi słowy, jego wartości w poszczególnych latach nie będą odzwierciedlały wyłącznie zmian sytuacji banków, lecz również, a może niestety przede wszystkim, modyfikacje w sposobie jego liczenia.

W efekcie, w kilkuletnim horyzoncie czasowym, WFD nie będzie w stanie spełniać jednej ze swoich podstawowych funkcji, jaką jest monitorowanie trendów oraz wczesna detekcja ryzyka narastającego w systemie bankowym. Tym samym jego użyteczność jako narzędzia nadzorczego i analitycznego będzie istotnie ograniczona, przynajmniej do momentu ustabilizowania jego metodyki liczenia. Zatem do rozważenia byłaby kwestia nie zmian samego wskaźnika, ale wymaganego jego poziomu.

Wskaźniki zazwyczaj pełnią pięć podstawowych funkcji:

- 1) pomiaru ryzyka,
- 2) monitorowania ryzyka,
- 3) limitowania,
- 4) raportowania,
- 5) wpływania na zmianę zachowań.

Z uwagi na zmienność licznika zaburzona będzie nie tylko funkcja monitorowania ryzyka, ale również pozostałe wymienione funkcje. Docelowo to nie wskaźnik powinien podlegać zmianom w czasie, a sam wymóg na ścieżce dojścia do optymalnego (w ocenie nadzoru) poziomu.

WFD zawiera zatem element zaciemniający obraz faktycznej relacji stabilnych źródeł finansowania w relacji do portfela kredytów mieszkaniowych w czasie. Nadwyżka funduszy własnych (ponad minimalne wymogi kapitałowe) jest traktowana jako

element przejściowy, którego waga<sup>173</sup> ma zmierzać do zera w określonym horyzoncie czasowym. Możemy przypuszczać, że intencją KNF, poprzez stopniowe obniżanie możliwości skorzystania z nadwyżki funduszy własnych w celu spełniania wymogu WFD, jest zmuszenie banków do polegania na rynkowych źródłach stabilnego finansowania (np. depozytach długoterminowych i obligacjach). Jednak w ten sposób wskaźnik staje się nieporównywalny w czasie, co znacznie ogranicza jego przydatność w ocenie bezpieczeństwa finansowego banków i sektora bankowego. W świetle tych argumentów WFD będzie mógł pełnić funkcję ex ante przewencyjną, niż ex post diagnostyczną.

Na jeszcze inny problem, związany z konstrukcją licznika WFD i malejącym w nim znaczeniem nadwyżki funduszy własnych, zwrócił uwagę Komitet Stabilności Finansowej. „Konstrukcja WFD przewiduje uwzględnianie w liczniku wskaźnika nadwyżek funduszy własnych ponad łączny wymóg kapitałowy przez pierwsze 7 lat (z malejącą wagą) po wejściu w życie Rekomendacji WFD. W ocenie Komitetu przy takim ustrukturyzowaniu wskaźnika aktywne korzystanie z instrumentów polityki makroostrożnościowej w zakresie buforów kapitałowych wpływa automatycznie na wartość nadwyżek kapitałowych banków, a tym samym na wartość wykazywanego przez nie wskaźnika WFD. W tym kontekście Komitet zwraca uwagę na potrzebę dążenia do zachowania spójności działań organów sieci bezpieczeństwa finansowego w celu zwiększenia efektywności stosowanych instrumentów i ograniczenia niezamierzonych, negatywnych konsekwencji dla systemu finansowego. W związku z powyższym, w opinii Komitetu kwestia interakcji pomiędzy wprowadzanym instrumentem KNF a instrumentami makroostrożnościowymi powinna być odpowiednio uwzględniona w sposobie kalibracji WFD”<sup>174</sup>. W świetle tego cytatu problem z konstrukcją WFD polega na tym, że łączy element mikro- i makroostrożnościowy, ale nie do końca uwzględnia dynamiczne interakcje między nimi.

<sup>173</sup> Z perspektywy teorii statystyki i analizy wskaźnikowej, stosowanie pojęcia „wag” w konstrukcji wskaźnika WFD jest niejednoznaczne i potencjalnie mylące. W klasycznym rozumieniu, waga to współczynnik względnej istotności danego składnika w zbiorze, przy czym:

- a) wagi są dodatnie,
- b) sumują się do jedności ( $\sum w = 1$ ),
- c) służą do budowy syntetycznych wskaźników ważonych.

W przypadku WFD wagi te są stosowane inaczej – jako czynniki redukcyjne, które modyfikują wartość nominalną danego składnika (kredytu lub źródła finansowania) w zależności od jego cech jakościowych (np. rodzaju oprocentowania). Ich rola polega więc nie na określeniu względnego udziału składników w całości, lecz na korekcie ich „jakości regulacyjnej”.

<sup>174</sup> [https://nbp.pl/wp-content/uploads/2024/06/Uchwała-75-KS-F-ws.-rekomendacji-WFD\\_do-publikacji.pdf](https://nbp.pl/wp-content/uploads/2024/06/Uchwała-75-KS-F-ws.-rekomendacji-WFD_do-publikacji.pdf) [3.04.2025].

Kontrowersje budzi również kwestia niejednolitego podejścia do braku możliwości wycofania jako warunku kwalifikacji źródła finansowania do nowego wskaźnika WFD. Wszystkie źródła taki warunek spełniają – oprócz kategorii 5 w liczniku WFD, gdzie zalicza się depozyty detaliczne, które można zerwać. Takie odstępstwo podważa spójność konstrukcji wskaźnika i osłabia jego przejrzystość jako narzędzia nadzorczego. Nie zmienia tego fakt, że zaliczenie tego typu środków do WFD jest tymczasowe (do końca 2027 r.). Takie podejście czyni cel WFD jeszcze bardziej niejasnym. Fundusze własne (najtrwalsze źródło finansowania) mają być stopniowo wycofywane, a zrywalne depozyty są do niego wprowadzone. Taka struktura utrudnia jednoznaczną interpretację intencji nadzorczych stojących za WFD.

Kolejnym problemem, który należałoby poruszyć, są potencjalne konflikty między WFD a stosowanym do oceny płynności strukturalnej (m.in. w polskim sektorze bankowym) wskaźnikiem NSFR. Z jednej strony mamy uznaną międzynarodową miarę nadzorczą, umożliwiającą porównania w czasie i przestrzeni (również w układzie międzynarodowym). Z drugiej strony nowy i o zasięgu lokalnym wskaźnik WFD, skoncentrowany na jednej klasie aktywów (kredytach mieszkaniowych). Między NSFR i WFD może zaistnieć konflikt funkcjonalny (dwa wskaźniki mają zbliżony cel, ale ich konstrukcja lub sposób działania może prowadzić do sprzecznych efektów praktycznych lub interpretacyjnych). Bank może np. w sposób właściwy finansować kredyty mieszkaniowe, ale źle finansować całą resztę. Wynika to m.in. z tego, że NSFR jest bardziej kompleksowym wskaźnikiem, pozwalającym na szerszy ogląd sytuacji.

WFD stanowi narzędzie inspirowane wymogiem NSFR i MFAR, koncentrujące się na segmencie kredytów mieszkaniowych. Ideowo są to wskaźniki z jednej rodziny, których celem jest zapewnienie bezpiecznej struktury finansowania w dłuższym terminie. WFD odwołuje się bowiem bezpośrednio do podstawowych założeń NSFR, koncentrując się na ocenie stopnia dopasowania stabilnych źródeł finansowania do aktywów długoterminowych oraz mniej płynnych. Zastanawia jednak zupełnie inne traktowanie funduszy własnych banków, które w przypadku NSFR są uważane jako stabilne źródło rozwoju banków. Licznik NSFR, czyli ASF (*Total Available Stable Funding*) to ta część kapitału i zobowiązań, która pozostanie w instytucji przez okres dłuższy niż rok<sup>175</sup>.

Jednym z celów wprowadzenia w życie wskaźnika NSFR miało być ograniczanie problemu

procykliczności. NSFR wymaga, aby banki utrzymywały poziom dostępnych stabilnych źródeł finansowania co najmniej równy wymaganemu poziomowi finansowania długoterminowego aktywów, niezależnie od bieżącej sytuacji rynkowej. W praktyce oznacza to, że bank nie może w okresie ekspansji gospodarczej nadmiernie polegać na krótkoterminowych, niestabilnych źródłach finansowania w celu finansowania wzrostu akcji kredytowej, czy inwestycji w mniej płynne aktywa. Bez takiego ograniczenia banki mogłyby mieć tendencję do zwiększania ekspozycji w okresie dobrej koniunktury, wykorzystując krótkoterminowe, tanie finansowanie, co wzmacniałoby niepotrzebnie cykl kredytowy. NSFR w jakimś stopniu przeciwdziała temu mechanizmowi, wymuszając strukturalną zgodność aktywów i pasywów – a tym samym działając jako bufor antyprocykliczny.

Natomiast WFD może wykazywać procykliczność. Jeśli licznik wskaźnika WFD ma być docelowo (po obniżeniu wagi dla nadwyżki kapitału do zera) uzależniony w dużym stopniu od hurtowych źródeł finansowania, których dostępność jest zależna od warunków rynkowych i cyklu koniunkturalnego, może to oznaczać, że banki w okresach osłabienia gospodarczego mogą mieć pewne trudności z utrzymaniem wymaganego poziomu wskaźnika. Ta z kolei sytuacja skłania do ograniczania akcji kredytowej. Dlatego w przypadku WFD istnieje potencjalne ryzyko procykliczności, zwłaszcza w swojej docelowej postaci – tj. po wyłączeniu nadwyżki kapitałowej z jego licznika.

Wskaźnik WFD nie uwzględnia również tego, że banki cechują się zróżnicowanym profilem płynności i ryzyka. Niektóre z nich mogą być dobrze zabezpieczone mimo niskiego WFD (np. poprzez silną i zdywersyfikowaną bazę detaliczną oraz wysokie LCR/NSFR). WFD jako wskaźnik sektorowy ma ograniczoną zdolność do różnicowania ryzyka między instytucjami i nie uwzględnia istotnych różnic w modelach biznesowych.

Konstrukcja wskaźnika WFD stwarza również bardzo realne ryzyko wzrostu kosztów finansowania działalności bankowej, bo WFD narzuca bankom strukturę finansowania, która jest droższa. Warto podkreślić, że proces podejmowania decyzji dotyczących struktury kapitału i zobowiązań podlega w bankach silnym wpływom regulacyjnym (m.in. sztywnym wymogom kapitałowym). Zasadniczo WFD powstał po to, żeby zmienić strukturę finansowania długiem poprzez zwiększenie roli droższego finansowania hurtowego. W średnim okresie (kilkuletnim) taka zmiana zwiększy koszt finansowania banków i wpłynie negatywnie na dochodowość kredytów, ponieważ koszt listów zastawnych lub obligacji własnych jest

<sup>175</sup> Szerzej: Basel III: the net stable funding ratio, Basel Committee on Banking Supervision, October 2014.



wyższy niż koszt depozytów. Jednakże w długim okresie warto wspomnieć o potencjalnie korzystnym wpływie regulacji WFD na koszt kapitału własnego poprzez obniżenie ryzyka z uwagi na lepsze dopasowanie terminowe aktywów i pasywów. Nie negujemy bowiem pozytywnego długoterminowego wpływu dłuższych pasywów na bezpieczeństwo banków. Nasza krytyka dotyczy przede wszystkim konstrukcji wprowadzonej przez KNF regulacji.

Wyjaśnijmy w tym miejscu mechanizm, jak wzrost kosztu finansowania może wpływać negatywnie na stabilność finansową<sup>176</sup>. Przede wszystkim pojawia się negatywne oddziaływanie na rentowność banków, głównie poprzez zawężenie marży odsetkowej netto (NIM). W warunkach silnej konkurencji lub ograniczonej elastyczności cenowej, banki nie mogą przenieść wyższych kosztów finansowania na klientów (tzn. znacząco podwyższyć oprocentowanie kredytów), co prowadzi do erozji ich wyniku odsetkowego. Osłabienie rentowności ogranicza zdolność banku do generowania wyniku finansowego, a w dalszej kolejności absorpcji strat, co może obniżyć jego odporność na szoki kredytowe lub rynkowe. Wzrost kosztu finansowania może również podwyższyć ryzyko aktywów. Wyższe koszty finansowania wymagają od banku wyższych stóp zwrotu w celu utrzymania rentowności i spełnienia oczekiwań akcjonariuszy, a to prosta droga do inwestowania w aktywa o podwyższonym ryzyku.

W kontekście WFD warto również zwrócić uwagę, że to „inwestorzy hurtowi są zazwyczaj bardziej skupieni na uzyskaniu zwrotu z inwestycji w bank – tak, jak gdyby zainwestowali w jakikolwiek inny rodzaj działalności – niż na chęci skorzystania z usług płatniczych lub przechowywania”<sup>177</sup>. WFD zwiększy w pasywach banków rolę finansowania hurtowego i ten aspekt należy również uwzględnić oceniając WFD. Co więcej, koszt finansowania hurtowego obejmuje nie tylko nominalne oprocentowanie (kupon), ale także szereg kosztów pośrednich, takich jak premie emisyjne, koszty zabezpieczeń (hedgingu walutowego i stopy procentowej), opłaty dla banków aranżujących emisję, koszty prawne i ratingowe<sup>178</sup>. Te dodatkowe koszty mogą istotnie podnieść rzeczywisty koszt pozyskania finansowania. Dlatego dla banku rzeczywista cena długu może być znacząco wyższa niż rentowność widoczna na rynku wtórnym<sup>179</sup>. To może jeszcze bardziej nasilić presję na bardziej ryzykowne aktywa.

Pod wpływem WFD może również wystąpić efekt przesunięcia. Polega on na przesunięciu aktywności kredytowej banków z obszaru kredytów mieszkaniowych w stronę aktywów nieobjętych regulacją, które są łatwiejsze do sfinansowania w ramach dostępnych źródeł. Z perspektywy stabilności systemu finansowego, zjawisko to prowadzi do spadku inwestycji mieszkaniowych i zwiększenia ryzyka w bilansach banków, paradoksalnie osłabiając długoterminowe cele regulacyjne.

### 5.3. Ocena kosztów, ryzyka i korzyści związanych z wprowadzeniem WFD – analiza ex ante

W związku z planowanym wdrożeniem wskaźnika WFD opracowano analizę kosztów, ryzyka i korzyści w ujęciu ex ante, mającą na celu ocenę potencjalnych skutków regulacji dla sektora bankowego przed ich wejściem w życie. Analiza ex ante umożliwia wcześniejsze rozpoznanie ryzyka, barier wdrożeniowych oraz efektów ubocznych, a także wskazanie możliwych ścieżek optymalizacji procesu implementacji nowego wymogu.

Ponieważ wprowadzenie WFD odznacza się relatywnie wysokim poziomem niepewności co do zachowań rynkowych konieczne jest zastosowanie wariantowej analizy scenariuszowej. Polega ona na opracowaniu kilku możliwych scenariuszy rozwoju sytuacji w celu uwzględnienia potencjalnych reakcji rynku, których obecnie nie da się jednoznacznie przewidzieć oraz kompleksowej oceny możliwego zakresu kosztów, ryzyk i korzyści wynikających z wdrożenia regulacji.

Na potrzeby analizy przyjęto trzy scenariusze rozwoju sytuacji. Scenariusz pierwszy (bazowy), oceniany jako najbardziej prawdopodobny, zakłada, że banki komercyjne napotkają istotne trudności na rynku listów zastawnych, co wpłynie na tempo dostosowania struktury finansowania do wymogów WFD. Popyt na emitowane przez banki listy zastawne może być ograniczony zarówno na rynku krajowym, jak i europejskim. Prawdopodobieństwo wystąpienia tego scenariusza oceniono na 60%.

Drugi scenariusz (pesymistyczny) zakłada, że ograniczenia strukturalne krajowego rynku listów zastawnych będą na tyle duże, że dojdzie do istotnego wzrostu kosztów finansowania i pogorszenia dostępności źródeł długoterminowego finansowania, co może skutkować ograniczeniem akcji kredytowej. Prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza oszacowano na około 20%.

Ostatni scenariusz (optymistyczny) zakłada, że działania regulacyjne oraz inicjatywy rynkowe przyczynią

<sup>176</sup> Szerzej: E. Beau, J. Hill, T. Hussain, Bank funding..., op. cit., s. 4 i dalsze.

<sup>177</sup> Tamże, s. 3

<sup>178</sup> Tamże, s. 10.

<sup>179</sup> Tamże, s. 10.

się do istotnego ożywienia rynku listów zastawnych, co pozwoli na szybsze i bardziej efektywne dostosowanie banków do wymogu WFD. Prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza oceniliśmy na około 20%. W powyższych scenariuszach założono brak zmiany w regulacji (np. jej złagodzenia lub wydłużenia terminu jej wdrażania).

WFD jest regulacją o znaczeniu przede wszystkim dla banków, ponieważ bezpośrednio będzie wpływał na strukturę ich finansowania, zmuszając banki do trwałego zwiększenia udziału stabilnych, długoterminowych pasywów w relacji do długoterminowych aktywów (kredytów mieszkaniowych). W związku z tym, w ocenie skutków wdrożenia WFD szczególny nacisk położono na konsekwencje dla banków komercyjnych, przy czym nie można w takiej analizie pominąć konsekwencji dla całej gospodarki i rynku kapitałowego. Poniższą analizę należy interpretować jako autorski pogląd na koszty, ryzyka i korzyści, które mogą wystąpić we wszystkich przedstawionych scenariuszach.

W przypadku kosztów dla sektora bankowego wyróżniono trzy podstawowe kategorie:

- 1) Koszty finansowe, obejmujące wyższe koszty pozyskania finansowania długoterminowego w porównaniu z osadem depozytowym, w tym również koszty emisji (rating, doradztwo, marketing), koszty zabezpieczeń w przypadku emisji denominowanych w walutach obcych, a także wyższe marże oczekiwane przez inwestorów instytucjonalnych w warunkach niskiej płynności rynku pierwotnego i wtórnego.
- 2) Koszty operacyjne, wynikające z konieczności dostosowania wewnętrznych systemów bankowych (w szczególności IT, sprawozdawczości oraz mechanizmów zarządzania bilansem) do ciągłego monitorowania struktury finansowania zgodnej z wymogiem WFD.

- 3) Koszty reputacyjne, które mogą wystąpić w przypadku nieosiągnięcia wymaganego poziomu WFD w przewidzianym okresie, co skutkowałoby negatywnym odbiorem ze strony nadzoru, rynku oraz inwestorów.

W zakresie ryzyk, wskazano pięć głównych obszarów. Po pierwsze, ryzyko braku wystarczającego popytu na emisje listów zastawnych lub obligacji banku, co może ograniczyć zdolność banków do spełnienia wymogu i spowodować konieczność ograniczenia skali kredytowania. Po drugie, zmniejszenie elastyczności w zarządzaniu płynnością i bilansem, wynikające z konieczności utrzymywania określonej struktury finansowania niezależnie od warunków rynkowych. Po trzecie, ryzyko walutowe, związane z emisjami na rynkach zagranicznych, które wymagają stosowania instrumentów pochodnych zabezpieczających ekspozycję, co dodatkowo wiąże się z ryzykiem płynnościowym. Po czwarte, ryzyko ograniczenia akcji kredytowej w segmencie kredytów hipotecznych. Po piątę, ryzyko powiązań sektorowych, w sytuacji, gdy instrumenty dłużne emitowane przez banki będą nabywane głównie przez inne podmioty sektora bankowego, co może zwiększać wewnętrzną zależność i podnosić ryzyko transmisji szoków w warunkach kryzysowych.

Zidentyfikowane korzyści regulacji WFD mają wymiar krótkoterminowy i długoterminowy. W krótkiej perspektywie można oczekiwać zmniejszenia niedopasowania terminowego aktywów i pasywów oraz bardziej zdywersyfikowanego modelu finansowania. W dłuższym okresie wdrożenie WFD powinno przyczynić się do zwiększenia stabilności całego sektora bankowego, poprawy zdolności do absorpcji szoków systemowych, a także wzmocnienia zaufania inwestorów instytucjonalnych, co może skutkować lepszym dostępem banków do rynku kapitałowego i potencjalnym obniżeniem kosztu finansowania w przyszłości.

**Tablica 5.1.** Koszty, ryzyka, korzyści związane z WFD – sektor bankowy, rynek kapitałowy, gospodarka narodowa

| Kategoria | Opis skutków dla gospodarki                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Koszty    | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Potencjalne spowolnienie inwestycji mieszkaniowych, szczególnie w warunkach niskiej dostępności kredytu</li> <li>– Pogorszenie możliwości banków do finansowania gospodarki</li> </ul>                                                                                                                            |
| Ryzyka    | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Substytucja przez list zastawny obligacji skarbowych</li> <li>– Gdyby WFD wpływał negatywnie na podaż kredytów mieszkaniowych to mogłoby to prowadzić do osłabienia gospodarki</li> </ul>                                                                                                                         |
| Korzyści  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Rozwój rynku listów zastawnych może zwiększyć wiarygodność systemu finansowego i polskiej gospodarki</li> <li>– W dłuższej perspektywie lepsze dopasowanie terminowe w bilansach banków może zwiększyć atrakcyjność inwestycyjną polskiego sektora w wyniku większej stabilności</li> </ul>                       |
| Kategoria | Opis skutków dla rynku kapitałowego                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Koszty    | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Koszt związany z wypracowaniem nowych standardów, benchmarków</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                          |
| Ryzyka    | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Niska wiarygodność polskiego rynku obligacji nieskarbowych może negatywnie wpłynąć na rozwój bankowych dłużnych papierów wartościowych</li> <li>– Ryzyko niewystarczającego popytu na zwiększoną podaż bankowych dłużnych instrumentów finansowych</li> </ul>                                                     |
| Korzyści  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Rozwój segmentu rynku listów zastawnych</li> <li>– Pobudzenie rozwoju rynku obligacji</li> <li>– Wzrost płynności rynku obligacji</li> </ul>                                                                                                                                                                      |
| Kategoria | Opis skutków dla sektora bankowego                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Koszty    | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Wyższe koszty finansowania długoterminowego</li> <li>– Koszty zabezpieczeń</li> <li>– Wzrost marż wymaganych przez inwestorów instytucjonalnych</li> <li>– Dodatkowa sprawozdawczość</li> <li>– Dostosowanie systemów IT i procesów</li> <li>– Ryzyko utraty zaufania przy niespełnieniu wskaźnika WFD</li> </ul> |
| Ryzyka    | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Ryzyko braku wystarczającego popytu na emisje</li> <li>– Mniejsza elastyczność zarządzania płynnością</li> <li>– Ryzyko walutowe i związane z instrumentami pochodnymi (margin calls)</li> <li>– Ryzyko ograniczenia akcji kredytowej</li> <li>– Ryzyko reputacyjne</li> </ul>                                    |
| Korzyści  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Zmniejszenie niedopasowania terminowego aktywów i pasywów</li> <li>– Wzrost odporności na szoki płynnościowe</li> <li>– Lepsze zarządzanie strukturą bilansową</li> <li>– Zwiększenie zdolności do spełniania wymogów regulacyjnych (np. MREL)</li> </ul>                                                         |

Źródło: Opracowanie własne.



# Zdolność polskiego sektora bankowego do spełniania Wskaźnika Finansowania Długoterminowego (Rekomendacja WFD)





## 6.1. Cel badania i jego założenia

Celem badania jest ocena zdolności banków do spełniania wskaźnika WFD w przyjętej rekomendacji KNF z lipca 2024 r. formie. Realizacja tego celu wymagała przygotowania prognozy kredytów hipotecznych (mianownika wskaźnika WFD) i stabilnych źródeł finansowania (licznika WFD).

Na potrzeby obliczeń i symulacji przyjęto podejście dynamiczne, polegające na projekcji portfela kredytów mieszkaniowych. Wskaźnik Finansowania Długoterminowego (WFD) odnosi stabilne źródła finansowania do wartości bilansowej netto kredytów hipotecznych. Im większy portfel kredytów hipotecznych, tym większa kwota finansowania długoterminowego jest wymagana, aby spełnić wymogi wskaźnika WFD. Banki muszą zatem dostosowywać swoje struktury finansowania, aby zapewnić odpowiedni poziom stabilnych źródeł finansowania w stosunku do udzielanych kredytów. Dodatkowo, charakterystyka portfela (np. udział kredytów o stałej stopie procentowej) może wpływać na wymagane poziomy finansowania długoterminowego ze względu na różne wagi stosowane w mianowniku wskaźnika WFD.

Jednym z kluczowych elementów, który należy uwzględnić w obliczeniach wskaźnika finansowania długoterminowego (WFD), jest proces stopniowego ograniczania roli nadwyżki kapitałowej ponad całkowity wymóg kapitałowy jako stabilnego źródła finansowania. Zgodnie z rekomendacją Komisji Nadzoru Finansowego (KNF), waga przypisana nadwyżce kapitałowej będzie systematycznie redukowana, aż do jej całkowitego wyłączenia z obliczeń wskaźnika WFD.

W przypadku prognozowania na lata 2025-2029 wykorzystano sformalizowane metody statystyczne. Na potrzeby oceny zdolności polskiego sektora bankowego do spełniania wskaźnika WFD w latach 2030-2033 przyjęto uproszczone podejście. W konstrukcji prognoz przyjęto założenie, że własności procesów generujących dane zaobserwowane w okresie ostatnich lat będą bardzo podobne w horyzoncie prognozy do roku 2029.

Analiza własności szeregów czasowych pozwala wyodrębnić występowanie głównych elementów takich jak trend, wahania sezonowe lub cykliczne oraz zjawiska nietypowe (składnik zakłócający). Ze względu na fakt, że szeregi są roczne i dość krótkie, to nie jest możliwe wyodrębnienie wahań sezonowych oraz cyklicznych. Wahania przypadkowe reprezentowane przez oszacowania składnika zakłócającego zostały wykorzystane do wyliczenia błędów prognoz *ex ante*, co do których w niniejszym badaniu przyjęto

założenie, że mierzą poziom niepewności rozumianej jako dopuszczalność prognoz. Aby zilustrować wyznaczony poziom niepewności wykonano wykresy wachlarzowe, analogicznie do metodyki stosowanej przez banki centralne do pomiaru niepewności w projekcji prognoz inflacji, stóp procentowych czy wzrostu PKB. Obserwowany trend uwzględniony został w postaci deterministycznej (model trendu) oraz w postaci stochastycznej (dynamiczne modele autoregresyjne). Zastosowanie mieszanki metod ilościowych (deterministycznych i stochastycznych) oraz metod jakościowych (metody analogii wskaźnikowej) pozwoliło na wyznaczenie średniej prognozy punktowej dla funduszy własnych i TREA oraz dodatkowo prognozy przedziałowej dla kredytów mieszkaniowych oraz wskaźnika WFD. Dla dwóch ostatnich z prognozowanych szeregów wyznaczono scenariusze wynikające z analogii względem zmian wzrostu gospodarczego mierzonego PKB.

## 6.2. WFD jako obiekt prognozowania

Wskaźnik finansowania długoterminowego (WFD) w ujęciu matematycznym jest ilorazem stabilnych źródeł finansowania, obejmujących nadwyżkę funduszy własnych, instrumenty i pozycje zaliczane do MREL inne niż fundusze własne, pozostałe długoterminowe źródła finansowania oraz listy zastawne, do poziomu ważonej wartości bilansowej netto kredytów dla gospodarstw domowych zabezpieczonych nieruchomościami mieszkaniowymi. Wielkość wag stosowanych w mianowniku wskaźnika WFD zależy od rodzaju kredytów ze względu na charakter oprocentowania. Preferencyjne wagi przypisywane są kredytom o stałej lub okresowo stałej stopie procentowej.

$$WFD = \frac{IF}{WKM}$$

gdzie:

IF (Instrumenty Finansujące) – nadwyżka funduszy własnych, instrumenty i pozycje zaliczane do MREL inne niż fundusze własne, pozostałe długoterminowe finansowanie, listy zastawne

WKM – ważona suma wartości bilansowych netto kredytów gospodarstw domowych zabezpieczonych nieruchomościami mieszkaniowymi. Szczegółowe informacje na temat obliczania wskaźnika WFD znajdują się w rekomendacji UKNF<sup>180</sup>.

<sup>180</sup> Rekomendacja WFD dotycząca Wskaźnika Finansowania Długoterminowego.

Na potrzeby obliczeń i symulacji przyjęto podejście dynamiczne, polegające na projekcji portfela kredytów mieszkaniowych. Wskaźnik Finansowania Długoterminowego (WFD) odnosi stabilne źródła finansowania do wartości bilansowej netto kredytów hipotecznych. Im większy portfel kredytów hipotecznych, tym większa kwota finansowania długoterminowego jest wymagana, aby spełnić wymogi wskaźnika WFD. Banki muszą zatem dostosowywać swoje struktury finansowania, aby zapewnić odpowiedni poziom stabilnych źródeł finansowania w stosunku do udzielanych kredytów. Dodatkowo, charakterystyka portfela (np. udział kredytów o stałej stopie procentowej) może wpływać na wymagane poziomy finansowania długoterminowego ze względu na różne wagi stosowane w mianowniku wskaźnika WFD.

Jednym z kluczowych elementów, który należy uwzględnić w obliczeniach wskaźnika finansowania długoterminowego (WFD), jest proces stopniowego ograniczania roli nadwyżki kapitałowej ponad całkowity wymóg kapitałowy jako stabilnego źródła finansowania. Zgodnie bowiem z rekomendacją waga przypisana nadwyżce kapitałowej będzie systematycznie redukowana, aż do jej całkowitego wyłączenia z obliczeń wskaźnika WFD.

Proces stopniowego ograniczania wagi nadwyżki funduszy własnych ma wymusić na bankach dywersyfikację źródeł finansowania i przesunięcie w kierunku bardziej stabilnych i przewidywalnych mechanizmów finansowania, takich jak listy zastawne i inne długoterminowe instrumenty dłużne. Z drugiej jednak strony, to podejście negatywnie wpływa na możliwości spełniania wskaźnika WFD przez banki w sytuacji opierania finansowania na depozytach. Konieczność szybkiej zmiany struktury finansowania wpłynie również negatywnie na koszt finansowania działalności bankowej (doprowadzi do nieuchronnego wzrostu kosztu finansowania).

## 6.2. Metody prognostyczne wykorzystane w ocenie zdolności banków do spełniania wskaźnika WFD

Zastosowano dwa podejścia metodyczne (co pozwoliło na połączenie elementów deterministycznych i stochastycznych): pierwsze analogowe w odniesieniu do wielkości kształtowania się prognozowanej zmiennej w stosunku do PKB, drugie podejście oparte na analizie rozkładu prognoz wyznaczonych za pomocą różnych metod, które zostały wybrane tak, aby odzwierciedlały specyfikę zmian obserwowanych wartości w czasie (średni poziom zjawiska, tempo zmian, odchylenia od poziomu średniego, występowanie obserwacji nietypowych). Prognozy

zostały wyznaczone jako roczne wartości punktowe i przedziałowe na lata 2025-2029 r. Otrzymane wyniki zilustrowano wykresami uwzględniającymi niepewność odnośnie do przyszłej projekcji zdarzeń.

### Metoda analogowe

Metody analogowe jak wskazuje A. Zeliaś i in. „służą [...] do prognozowania, polegającego na przewidywaniu przyszłych wartości badanej zmiennej [...] w drodze wykorzystania informacji dotyczących innych zmiennych (zarówno będących przyczynami, jak i zmiennych symptomatycznych), których przebieg [...] w czasie poprzedzającym okres, na który się prognozuje, jest podobny” (por. [Zeliaś, Pawełek, Wanat 2003 s. 334]). Wykorzystując tę metodę prognozujemy przyszłe wartości określonej zmiennej przez wykorzystanie informacji o innych zmiennych, których zmiany w czasie są podobne, jakkolwiek nierównoczesne. Warunkiem prognozowania analogowego jest znalezienie/ustalenie odpowiedniej zmiennej naśladowanej (wiodącej), charakteryzującej się dużym podobieństwem do zmiennej prognozowanej (por. [Dittmann 2003b, s. 149-155]). W przypadku prognozowania wielkości wybranych kategorii w niniejszym badaniu uzasadnione jest przyjęcie analogii jako wielkości ich udziału w stosunku do wielkości PKB w Polsce. Dodatkowym atutem tego podejścia jest możliwość wykorzystania projekcji PKB na kolejne lata publikowane zarówno przez NBP jak i GUS.

### Modele tendencji rozwojowej

Modele tendencji rozwojowej (trendu) należą do klasy modeli deterministycznych ze względu na charakter zmiennej objaśniającej modelu. W przypadku tego podejścia, zmiany badanej zmiennej w czasie możemy przedstawić jako funkcję objaśniającą zmienną czasową oraz składnika losowego reprezentującego wahania przypadkowe. Zmienna czasowa  $t$  jest zmienną, której realizacje będące kolejnymi liczbami całkowitymi, są przyporządkowane kolejnym okresem według zasady następstwa czasowego. Najczęściej są to liczby naturalne  $t = 1, 2, \dots, T$ , gdzie  $T$  to liczba obserwacji w szeregu czasowym.

Konstrukcja formalna modelu tendencji rozwojowej opisująca przebieg badanego zjawiska w czasie ma postać:

$$y_t = f(t) + u_t$$

gdzie  $f(t)$  funkcja trendu,  $u_t$  składnik losowy o zerowej wartości oczekiwanej i skończonej wariancji.

Podstawowym problemem w prognozowaniu za pomocą modelu trendu jest wybór postaci analitycznej



funkcji  $f(t)$ . Wśród wielu kryteriów wyboru postaci funkcyjnej modelu tendencji rozwojowej wybrane zostały minimum średniego kwadratowego błędu prognoz wygasłych (RMSE) oraz spójność wyników z praktyką gospodarczą. Modele trendu w niniejszym badaniu szacowane były za pomocą klasycznej metody najmniejszych kwadratów, a kluczowym testem jakości oceny wyników estymacji były testy stabilności parametrów strukturalnych oraz test zmian strukturalnych.

Oszacowane modele trendu wykorzystano do wyznaczania prognoz punktowych i przedziałowych zgodnie ze wzorami następującej postaci:

Prognozy punktowe dla horyzontu prognozy  $k$ :

$$y_{T+k}^p = \hat{y}(T+k)$$

Prognozy przedziałowe dla przyjętego poziomu ufności  $(1-\alpha)$ , oszacowanego średniego błędu składnika resztowego  $\hat{\sigma}_\varepsilon$  i wartości krytycznej rozkładu  $t$  Studenta:

$$P\left\{y_{T+k}^p - t_{\alpha/2}^{T-2} \hat{\sigma}_\varepsilon \leq y_{T+k} \leq y_{T+k}^p + t_{\alpha/2}^{T-2} \hat{\sigma}_\varepsilon\right\} = 1 - \alpha$$

### Modele autoregresyjne

Modele autoregresyjne (AR) należą do najbardziej zaawansowanej grupy metod prognozowania modeli dynamicznych, które uwzględniają zmiany zachodzące w czasie w procesie generującym dane prognozowanej zmiennej. Modele AR działają w oparciu o zjawisko autoregresji, a ich podstawową cechą charakterystyczną jest to, że wartość prognozowanej zmiennej jest wyznaczana jako kombinacja liniowa historycznych wartości tej zmiennej skorygowana o wartość składnika resztowego dla oszacowanego modelu. Dynamiczne modele AR szacowane są za pomocą metody największej wiarygodności, a maksymalny rząd opóźnienia ustalany jest na podstawie kryteriów informacyjnych<sup>181</sup> takich jak AIC i/lub BIC.

Ogólną postać model autoregresji z opóźnieniem rzędu  $p$  można przedstawić następująco:

$$y_t = \delta_0 + \delta_1 y_{t-1} + \delta_2 y_{t-2} + \dots + \delta_p y_{t-p} + u_t$$

gdzie  $y_{t-j}$  opóźnione wartości zmiennej dla rzędu opóźnienia  $j = 1, 2, \dots, p$ .

Oszacowane dynamiczne modele AR(3), wykorzystując wzory analogiczne jak w przypadku modelu trendu, wykorzystano do wyznaczania prognoz punktowych i przedziałowych.

### Model wygładzania wykładniczego Holta

Wygładzanie i prognozowanie szeregu czasowego za pomocą modelu Holta stosowane jest w przypadku szeregu czasowego, w którym występuje tendencja rozwojowa oraz wahania przypadkowe. Przyjmując, że wartości prognozowanego szeregu oznaczmy symbolami  $y_t$  dla  $t = 1, 2, \dots, T$ , to model zapisujemy w następującej postaci uwzględniającej dwa parametry wygładzania  $\alpha$  oraz  $\beta$ :

Wartości początkowe

$$F_2 = y_2 \text{ oraz } S_2 = y_2 - y_1$$

Wygładzone wartości szeregu czasowego

$$F_t = \alpha y_t + (1 - \alpha)(F_{t-1} + S_{t-1})$$

Wygładzone wartości przyrostów trendu

$$S_t = \beta(F_t - F_{t-1}) + (1 - \beta)S_{t-1}$$

Na podstawie rekurencyjnie wyliczonych wartości  $F_t$  i  $S_t$  wyznaczane są prognozy ex post zgodnie ze wzorem:

$$y_{T+k-1} = F_T + kS_T$$

Parametry wygładzania  $\alpha$  i  $\beta$  wyznaczone zostały za pomocą metod numerycznych w procesie optymalizacji za pomocą narzędzia Solver dla kryterium minimum wartości średniego kwadratowego błędu prognoz wygasłych (RMSE). Na parametry wygładzania nałożona jest restrykcja, że muszą przyjmować wartości z przedziału od 0 do 1. Im bardziej ich wartości zbliżają się do jedności, tym efekt wygładzania jest większy.

Wybrany zbiór metod prognostycznych został ograniczony do takich metod, które odpowiednie są do prognozowania szeregów, w których w okresach przeszłych występowała tendencja rozwojowa oraz wahania przypadkowe. Modele trendu i wygładzania wykładniczego skupiają się przede wszystkim na modelowaniu trendu i ograniczają skupienie uwagi na wahaniami przypadkowych. Dodatkowo przyjęcie liniowej funkcji trendu sugeruje nieograniczony wzrost, co w rzeczywistości nie jest możliwe. Koryguje to nieco podejście z wykorzystaniem modelu Holta należącego do klasy metod adaptacyjnych. Aby uzupełnić brakujący element w postaci próby modelowania

<sup>181</sup> Kryteria informacyjne są miarami oceny jakości oszacowania modelu, które są szczególnie użyteczne w przypadku wyboru między wieloma modelami.

niepewności zastosowano modele autoregresyjne, które pozwalają ocenić zakres wahań przypadkowych.

### 6.3. Prognoza mianownika wskaźnika WFD

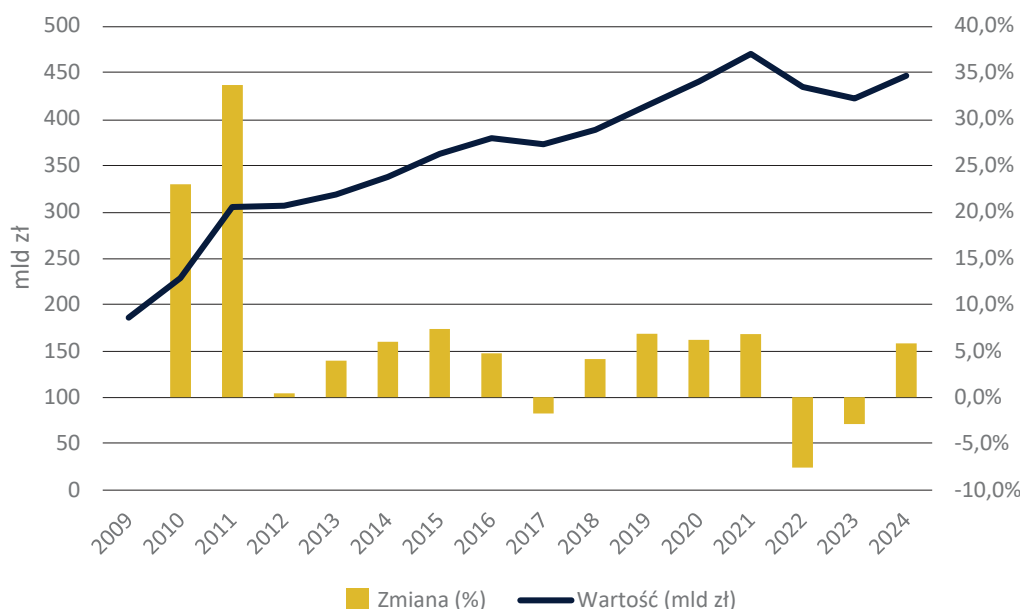
Na potrzeby określenia zdolności polskiego sektora bankowego do spełniania wskaźnika WFD przygotowano prognozę wartości kredytów na nieruchomości (sektor niefinansowy) – banki komercyjne prezentowanych comiesięcznie przez UKNF<sup>182</sup> (dalej nazywanymi kredytami hipotecznymi podlegającymi prognozowaniu – KHPP).

Przyjęta strategia badawcza przeprowadzona została w trzech krokach. W pierwszym kroku wykonano analizę danych historycznych pozwalającą na określenie, jakie było tempo zmian z roku na rok oraz jaki był wpływ zdarzeń nietypowych. W drugim kroku wyznaczono szereg prognoz punktowych i przedziałowych, na podstawie których wyznaczono statystyczne projekcje prognoz wartości kredytów. W ostatnim, trzecim kroku dokonano korekty prognoz wynikającej z przyjętych rozwiązań w rekomendacji WFD.

W latach 2009-2024 roczna wartość kredytów hipotecznych podlegających prognozowaniu (KHPP)

wzrosła z poziomu 186 mld zł na koniec 2009 r. do poziomu 446 mld zł w roku 2024 (zobacz rysunek 6.1.). Średnia roczna dynamika zmian KHPP oznaczała dla całego okresu wzrost rocznie o 2,14%. Okres ten jest jednak bardzo niejednorodny ze względu na zdarzenia mające istotny wpływ na rynek kredytów hipotecznych, takie jak na przykład kryzys instrumentów dłużnych w latach 2010-2011 czy rozpoczęcie wojny na Ukrainie. Rynek mieszkaniowych kredytów hipotecznych w ostatnich kilkunastu latach zmienił się również pod względem takich parametrów jak waluta kredytu, liczba czynnych umów czy wartość pojedynczego kredytu. Ogólnie jednak ostatnie lata to nieznaczny spadek znaczenia rynku kredytów hipotecznych, na co wskazuje relacja wartości mieszkaniowych kredytów hipotecznych do PKB. Świadczy to o malejącym znaczeniu rynku kredytów hipotecznych względem całej gospodarki.

Dla zaobserwowanych wartości kredytów hipotecznych (linia na rysunku) obliczono średnioroczne tempo zmian dla wartości KHPP w dwóch podokresach. Średnie roczne tempo zmian w latach 2009-2011 wyniosło 28,14% wzrostu z roku na rok, natomiast od roku 2012 było istotnie niższe i wynosiło 3,19%.



**Rysunek 6.1.** Wartości kredytów hipotecznych podlegających prognozowaniu (w mld zł) i ich roczne zmiany (w %) w latach 2009-2024

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF.

<sup>182</sup> [https://www.knf.gov.pl/?articleId=56224&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/?articleId=56224&p_id=18) [dostęp: 8.04.2025].



Na potrzeby symulacji rozwoju akcji kredytowej opracowano cztery scenariusze (tablica 6.1 i rysunek 6.2.) dla lat 2025-2029. Prognoza wartości udzielonych kredytów w wariancie statystycznym to roczny wzrost od poziomu 446 mld zł w roku 2024 do wartości 515 mld zł w 2029 roku. W wariancie statystycznym (+2 pkt. proc.) nastąpi wzrost wartości kredytów do 594 mld zł w roku 2029.

W wariantach prognoz analogowych są to odpowiednio wzrosty do poziomu 509 mld zł i 561 mld zł w roku 2029. Prognozowane tempo zmian jest najwyższe w każdym scenariuszu w roku 2025 na poziomie od 3,7% w scenariuszu analogicznym jak tempo wzrostu PKB, a najwyższe w scenariuszu statystycznym +3 pkt. proc. dla którego jest to wzrost o 8,6%. W kolejnych latach tempo wzrostu będzie nieco niższe i waha się od 1,9% do 4,9%.

Tablica 6.1. Prognoza kredytów podlegających prognozowaniu (KHPP) i ich rocznych zmian na lata 2025-2029 oraz ich realizacja w 2024 r.

| Kredyty                                |      |      |      |      |      |      |
|----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Wariant                                | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| Roczna zmiana (%)                      |      |      |      |      |      |      |
| Statystyczny (1)                       | X    | 5,6  | 1,9  | 2,3  | 2,6  | 2,3  |
| Statystyczny + 3 pkt. proc. (2)        | X    | 8,6  | 4,9  | 5,3  | 5,6  | 5,3  |
| Tempo jak wzrost PKB (3)               | X    | 3,7  | 2,9  | 2,3  | 2,3  | 2,3  |
| Tempo jak wzrost PKB +2 pkt. proc. (4) | X    | 5,7  | 4,9  | 4,3  | 4,3  | 4,3  |
| Wartość (mld zł)                       |      |      |      |      |      |      |
| Wariant                                | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| Statystyczny                           | 446  | 471  | 480  | 491  | 503  | 515  |
| Statystyczny + 3 pkt. proc.            | 446  | 484  | 508  | 535  | 564  | 594  |
| Tempo jak wzrost PKB                   | 446  | 462  | 476  | 487  | 498  | 509  |
| Tempo jak wzrost PKB + 2 pkt. proc.    | 446  | 471  | 494  | 516  | 538  | 561  |

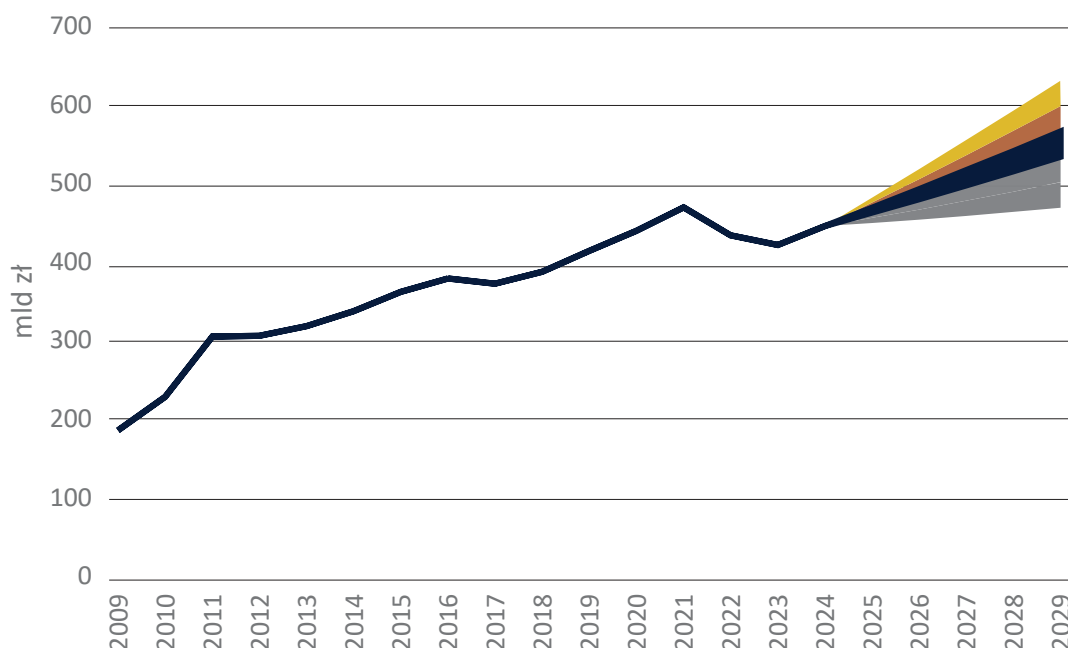
Źródło: opracowanie własne.

Wyznaczone cztery scenariusze dla projekcji akcji kredytowej obciążone są niepewnością, która wynika z oszacowań wahań przypadkowych w każdej z przyjętej metod prognostycznych. Zakres tych wahań zilustrowano wachlarzowym wykresem niepewności, na którym widać, że niepewność realizacji każdego z wyznaczonych scenariuszy zwiększa się wraz z wydłużaniem horyzontu prognoz (rysunek 6.2).

W scenariuszu statystycznym +3 pkt. proc. założono średnią dynamikę wzrostu wartości portfela kredytów hipotecznych podlegających prognozowaniu (KHPP) w latach 2025-2029 na poziomie 5,9%. Ta prognoza stanowi podstawę naszych analiz niedoboru środków w celu spełnienia wskaźnika WFD i projekcji dalszych działań.

Założono w nim m.in. odbicie rynku w związku z przewidywanym spadkiem stóp procentowych, który może doprowadzić do znacznie niższych stóp procentowych w horyzoncie prognozy. Na koniec IV kw. średnie oprocentowanie nowych kredytów hipotecznych wynosiło 7,4% i należało do najwyższych w Europie<sup>183</sup>. Wejście w nowy cykl obniżek nominalnych stóp procentowych powinno doprowadzić do spadku oprocentowania nowych umów do poziomu 3-4%, co znacznie poprawi możliwości zakupu mieszkań na kredyt przez gospodarstwa domowe.

<sup>183</sup> Raport AMRON-SARFiN. Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości, 4/2024, s. 25.



**Rysunek 6.2.** Wartość prognozowanych na potrzeby WFD kredytów (w mld zł) w latach 2009-2024 i ich prognoza na lata 2025-2029 – wykres niepewności

Źródło: opracowanie własne.

Przewidujemy, że cykl niskich stóp procentowych może potrwać kilka lat. Stopy procentowe są ważną stymulantą popytu na kredyt hipoteczny. Wartość nowo udzielanych kredytów hipotecznych tym samym wzrośnie. „Generalnie jednak mechanizm jest taki sam od stu lat – niższe stopy procentowe, gdyż chcemy pobudzić gospodarkę, szybki przyrost kredytów na rynkach nieruchomości, w tym mieszkaniowych (tutaj dodatkowych czynników jest zazwyczaj więcej), nadwyżkowy popyt, inflacja, reakcja banku centralnego (stopy), mechanizmy mnożników i akceleratorów, spadek popytu, spadek stóp i zaczynamy od nowa”<sup>184</sup>.

Obok stóp procentowych na rynek kredytów mieszkaniowych wpływa znaczna liczba innych czynników popytowych i podaźowych. Uważamy jednak, że w horyzoncie prognozy przewagę będą miały czynniki propopytowe takie jak: 1) chęć kupna pierwszego mieszkania na cele bytowe; 2) prokonsumencka polityka mieszkaniowa.

Rynek kredytów mieszkaniowych w Polsce jest niewielki pod względem rozmiaru, jeśli go porównamy do PKB. W Niemczech wartość kredytów mieszkaniowych do PKB wyniosła na koniec 2023 r. 45,4% (10 lat wcześniej na koniec 2014 r. 42,3%)<sup>185</sup>.

W Polsce wskaźnik kredytów mieszkaniowych do PKB na koniec 2023 r. ukształtował się na poziomie 14,7% (na koniec 2014 r. 20,2%)<sup>186</sup>. Zamiast nadrobić dystans w stosunku do najbogatszych gospodarek unijnych, tracimy go. Inne wskaźniki takie jak wartość kredytów mieszkaniowych w odniesieniu do liczby mieszkańców czy w odniesieniu do dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych potwierdzają niedorozwój polskiego rynku kredytów mieszkaniowych, a tym samym relatywnie duży potencjał rozwojowy w przyszłości. W dłuższym horyzoncie stopniowo powinien się zmniejszać dystans względem bardziej rozwiniętych rynków europejskich.

Na potrzeby prognoz zdolności banków do spełniania wskaźnika WFD konieczne jest również przyjęcie założeń co do portfela kredytów mieszkaniowych ze stałą lub okresową stałą stopą procentową. WFD nie różnicuje mianownika ze względu na długość pozostałego okresu kredytowego, ale bierze pod uwagę ryzyko związane z oprocentowaniem – stąd różne wagi dla kredytów o stałej i zmiennej stopie procentowej.

Zgodnie z Rekomendacją WFD, w obliczeniach mianownika stosuje się preferencyjne wagi dla kredytów o stałej stopie procentowej. Kredyty o stałej lub okresowo stałej stopie procentowej traktowane są w regulacji jako bardziej stabilne źródło finansowania

<sup>184</sup> J. Łaszek, Nasz własny cykl mieszkaniowy, Raport AMRON-SARFiN. Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości, 3/2024, s. 31.

<sup>185</sup> HYPOSTAT 2024, A Review..., op. cit., s. 140.

<sup>186</sup> Tamże.



mieszkań oraz domów i dlatego otrzymały wyższą wagę w strukturze mianownika wskaźnika WFD. Takie podejście wynika z faktu, że tego rodzaju ekspozycje cechują się niższą wrażliwością na zmienność stóp procentowych (chodzi o wzrost stóp procentowych), a tym samym zapewniają lepszą przewidywalność przepływów pieniężnych oraz stabilność struktury bilansowej banku w długim horyzoncie.

Wartości wag zostały jednoznacznie określone w Rekomendacji KNF – kredyty o zmiennym oprocentowaniu uwzględniane są w pełnej wartości (waga 1,00), natomiast dla kredytów o stałym lub okresowo stałym oprocentowaniu przypisano niższą wagę (np. 0,90). Mechanizm ten ma na celu stymulowanie banków do zwiększania udziału bardziej przewidywalnych, stabilnych ekspozycji kredytowych w strukturze aktywów długoterminowych.

W ostatnich latach obserwuje się w Polsce rosnący udział kredytów hipotecznych o stałej lub okresowo stałej stopie procentowej w nowej sprzedaży. Według danych, na koniec 2022 roku kredyty te stanowiły 56,5% nowo udzielanych kredytów hipotecznych, a ich udział w wartości bilansowej wynosił 12,2%<sup>187</sup>. W 2023 roku, w związku z programem „Bezpieczny kredyt 2%”, udział kredytów o stałym oprocentowaniu w nowej sprzedaży wzrósł do około 80%<sup>188</sup>. W 2024 roku udział kredytów o stałym oprocentowaniu zwiększył się jeszcze bardziej (na koniec IV kw. 2024 r. udział kredytów o stałym oprocentowaniu w wartości nowych kredytów wzrósł do 86,88%)<sup>189</sup>. To z kolei doprowadziło do znacznego wzrostu udziału kredytów o stałym oprocentowaniu w ogólnej wartości portfela mieszkaniowych kredytów hipotecznych. Na koniec IV kw. 2024 r. udział kredytów o stałej stopie procentowej (w Polsce stosuje się krótki okres – 5 lat) wyniósł 29,1%<sup>190</sup>.

Wzrost udziału kredytów o stałym oprocentowaniu był w latach 2022–2024 następujący<sup>191</sup>:

Koniec 2022 r. – 10,9%

Koniec 2023 r. – 19%

Koniec 2024 r. – 29,1%.

<sup>187</sup> J. Kuchno, P. Niedziółka, Kredyty hipoteczne o stałej i okresowo stałej stopie procentowej – ocena dotychczasowej polityki regulacyjnej oraz rekomendacje dla niej, Optimum. Economic Studies nr 1 (115), 2024.

<sup>188</sup> Tamże.

<sup>189</sup> Raport AMRON-SARFiN. Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości, 4/2024, s. 13.

<sup>190</sup> E. Dervaux, Quarterly Review of European Mortgage Markets, European Mortgage Federation, Q4/2024, s. 18.

<sup>191</sup> Tamże.

Biorąc pod uwagę aktualne trendy oraz działania regulacyjne promujące stabilność finansową, można oczekiwać, że udział kredytów o stałej lub okresowo stałej stopie procentowej w portfelach banków będzie nadal rósł. Z drugiej strony czynnikiem ograniczającym zainteresowanie kredytami o stałej stopie procentowej będą spadające stopy procentowe.

W Polsce okres stałego oprocentowania jest stosunkowo krótki i wynosi 5 lat, w Niemczech zawiera się umowy na oprocentowanie stałe na okres dwukrotnie dłuższy, 10 lat. Rynki UE różnią się pod względem struktury oprocentowania stałe vs zmienne, co utrudnia prognozowanie przez analogię. W Belgii, Francji, Niemczech od lat są w zasadzie tylko kredyty o stałym oprocentowaniu. W Hiszpanii czy Portugalii spory odsetek stanowią kredyty o zmiennym oprocentowaniu<sup>192</sup>. Ciekawym rozwiązaniem jest oprocentowanie mieszane (*ang. Fixed with switch to Floating*), które jest popularne w Hiszpanii.

Na potrzeby obliczeń przyjęto rosnący udział kredytów o stałej lub okresowo stałej stopie procentowej w portfelu mieszkaniowych kredytów hipotecznych, co wpłynie na preferencyjne wagi stosowane w obliczeniach wskaźnika WFD. Prognoza udziału kredytów została wyznaczona jako średnia dwóch metod, co pozwala rozwiązać problem bardzo krótkiego szeregu danych historycznych prognozowanej kategorii. Jako pierwszą metodą przyjęto średnie roczne tempo wzrostu udziału do poziomu 50% w UE w roku 2029. Drugą metodą było wykładnicze wygładzanie Holta. Na podstawie otrzymanej średniej wartości prognozujemy następujący udział kredytów o stałej lub okresowo stałej stopie procentowej w całkowitym portfelu mieszkaniowych kredytów hipotecznych na koniec poszczególnych lat:

2024 – 29,1%

2025P – 33%

2026P – 39%

2027P – 44%

2028P – 50%

2029P – 56%

Powyższa prognoza oparta jest na następujących założeniach:

<sup>192</sup> Zob. <https://eurodw.eu/are-variable-interest-rates-driving-up-mortgage-delinquency-rates/> [dostęp: 5.05.2025].



- Na koniec 2024 roku kredyty hipoteczne o okresowo stałej stopie procentowej stanowiły około 29% całego portfela, co jest istotnym wzrostem względem lat wcześniejszych. Zmiana ta wynikała przede wszystkim z wysokiej sprzedaży nowych kredytów z okresowo stałym oprocentowaniem, co doprowadziło do znaczącej transformacji struktury rynku – od modelu niemal całkowicie opartego na kredytach ze zmienną stopą do bardziej zrównoważonego, w którym istotną rolę odgrywają kredyty o przewidywalnych warunkach finansowania.
- Tendencja ta prawdopodobnie będzie się utrzymywać w kolejnych latach. Z jednej strony, regulacje nadzorcze oraz działania Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) wspierają rozwój finansowania o bardziej stabilnej strukturze kosztów. Z drugiej, same banki coraz częściej promują kredyty o okresowo stałej stopie jako produkty ograniczające ryzyko związane ze zmiennością stóp procentowych.
- Kluczowym czynnikiem wspierającym tę zmianę jest rosnąca świadomość klientów – coraz więcej kredytobiorców wybiera kredyty o stałym oprocentowaniu z uwagi na większe bezpieczeństwo i przewidywalność przyszłych zobowiązań, szczególnie w warunkach niestabilności gospodarczej.
- Warto jednak zaznaczyć, że czynnikiem mogącym ograniczać dalszy wzrost udziału kredytów stałoprocentowych jest ewentualna zmiana polityki pieniężnej – w szczególności trwały spadek stóp procentowych, który może ponownie zwiększyć atrakcyjność kredytów o zmiennym oprocentowaniu.
- Na tle rynków bardziej rozwiniętych – takich jak kraje Europy Zachodniej czy Stany Zjednoczone – gdzie dominują kredyty o stałej stopie procentowej, Polska wciąż znajduje się na etapie doganiania. Jednak dotychczasowe trendy i działania instytucjonalne sugerują, że w średnim okresie możliwe jest zbliżenie się do modelu, w którym ponad 50% portfela kredytów hipotecznych będzie opartych na okresowo stałym oprocentowaniu.

W perspektywie pięcioletniej udział kredytów o stałej stopie w portfelu mieszkaniowych kredytów hipotecznych może wzrosnąć do 56%. Tempo wzrostu będzie zależało od warunków rynkowych i regulacyjnych, ale trend wskazuje na stopniowe wypieranie kredytów o zmiennym oprocentowaniu. Dla prognozowania mianownika WFD oznacza to, że rosnąca część portfela kredytowego będzie miała preferencyjną wagę, co może poprawić wskaźnik długoterminowego finansowania w bankach.

Wyliczone wartości mianownika wskaźnika WFD na lata 2024-2029 zamieszczono w Tablicy 6.2.

**Tablica 6.2.** Mianownik wskaźnika WFD w czterech wariantach (mld zł)

| Rok   | Wariant 1 | Wariant 2<br>(statystyczny<br>+ 3 pkt. proc.) | Wariant 3 | Wariant 4 |
|-------|-----------|-----------------------------------------------|-----------|-----------|
| 2024  | 433       | <b>433</b>                                    | 433       | 433       |
| 2025P | 455       | <b>468</b>                                    | 447       | 455       |
| 2026P | 461       | <b>488</b>                                    | 457       | 475       |
| 2027P | 469       | <b>511</b>                                    | 466       | 493       |
| 2028P | 478       | <b>536</b>                                    | 473       | 511       |
| 2029P | 486       | <b>561</b>                                    | 480       | 530       |

Źródło: Opracowanie własne.

Na potrzeby prognozowania mianownika w dalszej perspektywie (lata 2030-2033) przyjęto stały wzrost portfela kredytów mieszkaniowych podlegających prognozowaniu na poziomie 5%. Skoncentrowano się na jednym wariantie 2 (statystyczny + 3 pkt. proc.). Przyjęto udział kredytów o stałej stopie procentowej na poziomie 56%.

Prognozowanie wartości kredytów mieszkaniowych w horyzoncie 10-letnim obarczone jest bardzo wysokim poziomem niepewności i może mieć wyłącznie charakter orientacyjny. Tak odległa perspektywa czasowa sprawia, że na wyniki prognozy wpływa szereg trudnych obecnie do przewidzenia czynników. Kluczowe ryzyka obejmują m.in. zmiany



w polityce monetarnej i fiskalnej, wahania inflacji, dynamikę produktu krajowego brutto, sytuację na rynku pracy, zmiany demograficzne, a także działania regulacyjne wpływające na rynek nieruchomości i sektor bankowy. Dodatkowo, wystąpienie tzw. zdarzeń nieprzewidywalnych (czarnych łabędzi) może w sposób radykalny i nagły zmienić

uwarunkowania rynkowe, całkowicie dezaktualizując wcześniej przyjęte założenia prognostyczne. Z uwagi na powyższe czynniki, prognozy na tak długi okres powinny być traktowane nie jako precyzyjne przewidywania, lecz jako scenariusze analityczne. Ich podstawowym celem jest wsparcie procesu regulacyjnego.

**Tablica 6.3.** Prognoza kredytów hipotecznych podlegających prognozowaniu (KHPP) na lata 2030-2033 i szacunek mianownika WFD w mld zł dla wariantu 2 (+ 3 pkt. proc.)

| Rok  | KHPP | Mianownik WFD |
|------|------|---------------|
| 2030 | 626  | 589           |
| 2031 | 659  | 618           |
| 2032 | 694  | 649           |
| 2033 | 731  | 682           |

Źródło: Opracowanie własne.

Zarówno KHPP, jak i mianownik WFD wykazują spójny trend wzrostowy, co sugeruje umiarkowany, ale stabilny rozwój rynku kredytów mieszkaniowych w analizowanym wariantcie. Wartość mianownika na koniec 2033 r. wyniesie 682 mld zł.

#### 6.4. Licznik wskaźnika WFD

Elementy składające się na licznik wskaźnika finansowania długoterminowego (WFD) stanowią wybrane kategorie stabilnych źródeł finansowania takie jak: nadwyżka funduszy własnych, instrumenty i pozycje zaliczane do MREL inne niż fundusze własne, pozostałe długoterminowe źródła finansowania oraz listy zastawne<sup>193</sup>.

Na potrzeby szacowania i prognozowania licznika przyjęto uproszczenia. Po pierwsze wyróżniono trzy jego elementy:

- 1) nadwyżki funduszy własnych (NFW),
- 2) MREL,
- 3) kategorię pozostałe obejmującą głównie listy zastawne.

Zgodnie z wymogami nadwyżka funduszy własnych (NFW) obliczana jest zgodnie ze wzorem<sup>194</sup>:

$$NFW = TREA * (\text{ŁWK} - OCR)$$

gdzie:

TREA – kwota ekspozycji ważona ryzykiem

ŁWK – łączny współczynnik wypłacalności

OCR – współczynnik łącznego wymogu kapitałowego określony w załączniku II Instrukcje dotyczące sprawozdawczości w zakresie funduszy własnych.<sup>195</sup>

Łączny współczynnik kapitałowy jest ilorazem funduszy własnych (FW) i kwoty ekspozycji ważonej ryzykiem, a to pozwala na zapisanie powyższego wyrażenia w postaci:

$$NFW = TREA \left( \frac{FW}{TREA} - OCR \right)$$

Wykonując przekształcenia, możemy wyrazić nadwyżkę funduszy własnych NFW jako różnicę funduszy własnych (FW) i kwoty ekspozycji ważonej ryzykiem (TREA) skorygowanej OCR w postaci:

$$NFW = FW - OCR \cdot TREA.$$

<sup>193</sup> Szerzej: Rekomendacja WFD, op.cit.

<sup>194</sup> Tamże.

<sup>195</sup> Tamże.



Takie przekształcenie wykonano w celu otrzymanie odrębnych szeregów dla których dostępne są dane statystyczne, co pozwala na bezpośrednie wyznaczenie prognoz NFW, na podstawie prognozowanych wartości FW i TREA. Analogicznie jak w przypadku kredytów hipotecznych punktem wyjścia w procesie prognozowania była analiza danych historycznych, która została przeprowadzona dla danych rocznych okresu 2018-2024 (tablica 6.4. i rysunek 6.3.) i pokazała, że stosunek wartości nadwyżek własnych

w stosunku do kwoty ekspozycji ważonej ryzykiem zmienił się w badanym okresie.

W latach 2018-2019 wynosił 0,19, natomiast ostatnie lata to wzrost do poziomu 0,22 w roku 2023. Nieco większe zmiany wystąpiły w przypadku funduszy własnych, które rosły w całym badanym okresie z wyjątkiem roku 2021 (pandemia COVID), natomiast roczne zmiany TREA były niższe, a spadki obserwowane są w latach 2022-2023.

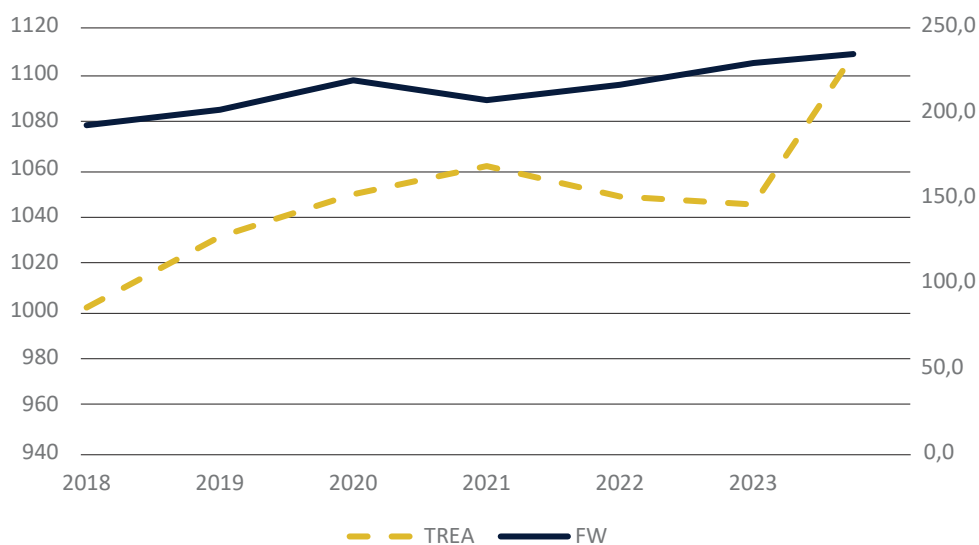
**Tablica 6.4.** Wartości funduszy własnych i kwoty ekspozycji ważonej ryzykiem (w mld zł) i ich rocznych zmian (w %) w latach 2018-2024

| Rok               | FW    | TREA | NFW | FW/TREA | Roczne tempo zmian |       |
|-------------------|-------|------|-----|---------|--------------------|-------|
| 2018              | 191,6 | 1001 | 11  | 0,19    | FW                 | TREA  |
| 2019              | 200,6 | 1031 | 15  | 0,19    | 1,047              | 1,030 |
| 2020              | 218,0 | 1049 | 29  | 0,21    | 1,086              | 1,017 |
| 2021              | 206,3 | 1061 | 15  | 0,19    | 0,946              | 1,011 |
| 2022              | 215,4 | 1048 | 27  | 0,21    | 1,044              | 0,988 |
| 2023              | 228,2 | 1044 | 40  | 0,22    | 1,059              | 0,997 |
| 2024 <sup>1</sup> | 233,4 | 1108 | 34  | 0,21    | 1,023              | 1,061 |

1 – stan na koniec września

FW – fundusze własne, TREA – kwota ekspozycji ważona ryzykiem

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UKNF.



**Rysunek 6.3.** Wartości funduszy własnych i kwoty ekspozycji ważonej ryzykiem (w mld zł) i ich rocznych zmian (w %) w latach 2018-2024

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UKNF.



W procesie prognozowania wykorzystano trzy spośród opisanych wcześniej metod: metodę analogową, metodę trendu i dynamiczny model autoregresyjny. Za pomocą każdej z metod wyznaczono prognozy punktowe i na ich podstawie wyznaczono prognozę zbiorczą jako ich średnią arytmetyczną, które zostały skorygowane wskaźnikami (przyjęte wartości wskaźników w kolejnych latach to: 2025 i 2026 wartość 1.4, 2027 wartość 1.2, 2028 wartość 1.0, 2029 wartość 0.8. Prognozowana wartość funduszy własnych przewiduje średnioroczny wzrost o ok. 2% w każdym roku (najwolniejsze tempo w roku 2025 na poziomie 1,7%) od poziomu 237,4 mld zł w roku

2025 i do poziomu 256,7 mld zł w roku 2029. Wskaźnik TREA zmienia się zdecydowanie wolniej, a w roku 2025 prognozowany jest spadek o 0,3%. Średnio w latach 2026-2029 wzrost o ok. 0,9% od poziomu 1105 mld zł w roku 2025 do 1142 mld zł w roku 2029. Prognoza NFW, uwzględniająca prognozy wskaźników FW i TREA, poddana opisanej powyżej korekcie wykazuje coraz wolniejszy wzrost w prognozowanym okresie. Najwyższy wzrost na poziomie 6,7% przewidywany jest w roku 2025, a najniższy 4,2% w roku 2029. Prognozowany zakres wartości NFW zmienia się od 67,2 mld zł w roku 2025 do 85,3 mld zł w roku 2029.

**Tablica 6.5.** Prognoza wartości i tempa zmian funduszy własnych, TREA i nadwyżki funduszy własnych w latach 2025-2029

| Wskaźnik                | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Wartość (mld zł)</b> |       |       |       |       |       |       |
| FW                      | 233,4 | 237,4 | 242,0 | 246,8 | 251,7 | 256,7 |
| TREA                    | 1108  | 1105  | 1113  | 1122  | 1132  | 1142  |
| NFW                     | 34,0  | 38,6  | 41,8  | 44,9  | 47,9  | 51,1  |
| <b>Zmiana (%)</b>       |       |       |       |       |       |       |
| FW                      | X     | 1,7   | 1,9   | 2,0   | 2,0   | 2,0   |
| TREA                    | X     | -0,3  | 0,7   | 0,8   | 0,9   | 0,9   |
| NFW                     | X     | 13,5  | 8,3   | 7,4   | 6,9   | 6,5   |

Źródło: opracowanie własne

Drugim elementem uwzględnionym w liczniku były instrumenty zaliczane do MREL (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities). Zgodnie bowiem z rekomendacją WFD w liczniku (kategoria 2) są ujmowane instrumenty i pozycje zaliczane do MREL inne niż fundusze własne. MREL to nowy wymóg regulacyjny wynikający z dyrektywy BRRD, którego celem jest zapewnienie, że instytucje finansowe dysponują wystarczającymi środkami na pokrycie strat w przypadku ich niewypłacalności<sup>196</sup>. Jest to minimalny wymóg w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych, określony przez regulacje unijne w celu zapewnienia, że banki posiadają odpowiednią strukturę kapitałową umożliwiającą skuteczną restrukturyzację (ang. Resolution) bez konieczności wsparcia ze środków publicznych. MREL ma na celu zwiększenie odporności instytucji

finansowych na kryzysy oraz ochronę deponentów i stabilności systemu finansowego. Wymóg ten jest dostosowywany indywidualnie do profilu ryzyka i wielkości danego banku. MREL stanowi istotne rozszerzenie ostrożnościowych wymogów kapitałowych<sup>197</sup>. Bardzo trudno tę kategorię zaprognozować. Prognozowanie utrudnia nie tylko fakt, że jest to względnie nowa kategoria, ale również niepewność regulacyjna. Pod koniec 2024 roku BFG opublikował nową metodykę MREL, gdzie zostało wskazane, że dla wszystkich banków z wymogiem MREL nałożony jest wymóg rekapitalizacji długiem, a nie kapitałem. Trudno również precyzyjnie przewidzieć zmiany wolumenu aktywów ważonych ryzykiem czy struktury bilansu w perspektywie kilku lat. W kontekście prognozowania ważny jest również popyt na instrumenty MREL.

<sup>196</sup> V. Metz, K. Richter, P. Weiss, B. Rottensteiner, D. Unterkofler, J. Langthaler, P. Pechmann, Minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL) – initial assessment for Austrian banks and selected subsidiaries in the EU, Oesterreichische Nationalbank, s. 83.

<sup>197</sup> I. D. Czechowska, Cz. Lipiński, J. M. Stawska, J. Stępińska, W. Zatoń, M. Borys. Implementacja wymogu MREL do sektora bankowego, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2024, s. 19.

Zgodnie z danymi NBP<sup>198</sup> wartość obligacji wyemitowanych przez banki i pożyczek podporządkowanych wzrosła z poziomu 24,4 mld zł na koniec 2016 r. do 46,5 mld zł na koniec lipca 2024 r. Biorąc pod uwagę dotychczasowy przyrost, potrzeby emisyjne i opinie kilku ekspertów, z którymi współpracowaliśmy przygotowując projekt, możemy przyjąć scenariusz kontynuacji emisji do poziomu 68 mld w 2026 r.

Trzecim elementem licznika były inne pozycje (w tym głównie listy zastawne). Wielkości prognoz dla tej pozycji zostały skorygowane o wartości projekcji przyszłych emisji listów zastawnych przedstawione w rozdziale 7.1 niniejszego raportu. Wartość tej pozycji szacowanej na koniec grudnia 2024 r. na poziomie 38,2 mld zł wyniesie w latach 2024–2029.

Na potrzeby przybliżenia kształtowania się wskaźnika WFD w latach późniejszych w perspektywie 2033 przyjęto pewne uproszczenia. Tempo wzrostu nadwyżki w latach 2030–2032 przyjęto na poziomie z roku 2029. Podobnie postąpiono z trzecim elementem składającym się na licznik wskaźnika WFD. Prognozę MREL na lata 2030–2033 przedstawiono na rysunku 5.3.

## 6.5. WFD w perspektywie 2033 r.

Dla wyznaczonych wartości poszczególnych elementów wzoru tworzącego wskaźnik WFD wyliczono 12 wariantów wartości wskaźnika na lata 2025–2029. Elementami, które podlegały zmianie były 4 różne projekcje kredytów i 3 różne projekcje potencjału w TFI obligacji SP.

Analiza tablicy 6.6. wartości wskaźnika WFD w latach 2024–2029 pokazuje, że najwyższe wartości wskaźnika osiągane są w wariantach zakładających kredytowanie na poziomie tempa wzrostu KM/PKB, szczególnie przy scenariuszu Bazowym lub Optymistycznym – rekordowa wartość 0,387 pojawia się w 2027 roku w wariantach ósmym i dziewiątym. Z kolei najniższą wartość obserwujemy w wariantach piątym ze scenariuszem Statystycznym +3% dla Kredytów i Podstawowym dla potencjału TFI, gdzie wskaźnik w 2029 roku spada do poziomu 0,211. Ogólnie rzecz biorąc, scenariusze optymistyczne dla TFI sprzyjają wyższym wartościom WFD, ale najbardziej korzystne efekty przynosi powiązanie kredytowania z tempem rozwoju gospodarczego, co sugeruje, że dynamiczne i elastyczne podejście do finansowania może być kluczowe dla osiągnięcia lepszych wyników.

Tablica 6.6. WFD w perspektywie 2029 r. w czterech wariantach

| Wariant | Kredyty                               | Potencjał TFI | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
|---------|---------------------------------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1       | Statystyczny                          | Pesymistyczny | 0,224 | 0,255 | 0,309 | 0,313 | 0,305 | 0,297 |
| 2       |                                       | Podstawowy    | 0,224 | 0,256 | 0,309 | 0,314 | 0,306 | 0,287 |
| 3       |                                       | Optymistyczny | 0,224 | 0,256 | 0,310 | 0,315 | 0,307 | 0,300 |
| 4       | Statystyczny<br>+ 3 pkt. proc.        | Pesymistyczny | 0,224 | 0,248 | 0,292 | 0,287 | 0,272 | 0,258 |
| 5       |                                       | Podstawowy    | 0,224 | 0,249 | 0,292 | 0,288 | 0,273 | 0,249 |
| 6       |                                       | Optymistyczny | 0,224 | 0,249 | 0,293 | 0,289 | 0,274 | 0,260 |
| 7       | Tempo jak<br>KM/PKB                   | Pesymistyczny | 0,224 | 0,260 | 0,311 | 0,316 | 0,308 | 0,301 |
| 8       |                                       | Podstawowy    | 0,224 | 0,260 | 0,312 | 0,317 | 0,309 | 0,291 |
| 9       |                                       | Optymistyczny | 0,224 | 0,261 | 0,312 | 0,317 | 0,310 | 0,303 |
| 10      | Tempo jak<br>KM/PKB<br>+ 2 pkt. proc. | Pesymistyczny | 0,224 | 0,255 | 0,300 | 0,298 | 0,285 | 0,273 |
| 11      |                                       | Podstawowy    | 0,224 | 0,256 | 0,300 | 0,299 | 0,286 | 0,264 |
| 12      |                                       | Optymistyczny | 0,224 | 0,256 | 0,301 | 0,300 | 0,287 | 0,275 |

Źródło: Opracowanie własne.

<sup>198</sup> Dane liczbowe do wykresów przedstawionych w raporcie o stabilności finansowej z grudnia 2024 r. (wykres 2.38, s. 52).



W ramach badania opracowano również prognozę dla wariantu statystycznego + 3 pkt. proc. Z tej prognozy wynika, że po redukcji do zera NFW może dojść do obniżenia wskaźnika WFD.

**Tablica 6.7.** WFD w perspektywie 2033 r. w wariacie statystycznym + 3 pkt. proc.

| Scenariusz                  | 2030  | 2031  | 2032  | 2033  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Statystyczny + 3 pkt. proc. | 0,115 | 0,110 | 0,105 | 0,100 |

Źródło: Opracowanie własne.

Poniżej przedstawiono tablicę z oszacowanym niedoborem środków potrzebnych do spełnienia WFD w perspektywie 2029. Spełnianie tego wskaźnika i potencjalny niedobór będzie zależał od tempa rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych oraz możliwości pozyskiwania dłużnych papierów wartościowych.

**Tablica 6.8.** Niedobór środków w mld zł

| Kredyty  | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|----------|------|------|------|------|------|------|
| Niedobór | 25,6 | 25,4 | 18,6 | 53   | 79   | 101  |

Źródło: Opracowanie własne.

Ostatnim elementem było wyznaczenie niedoboru środków, ponieważ z przedstawionych prognoz wynika, że sektor bankowy jako całość będzie miał problemy ze spełnianiem wskaźnika WFD, głównie z uwagi na płytkość krajowego rynku listów zastawnych. Dlatego rekomendujemy pozostawienie nadwyżki funduszy własnych w liczniku WFD i jej

ewentualne stopniowe zmniejszanie po przezwyciężeniu barier utrudniających rozwój rynku listów zastawnych. Warto podkreślić, że niespełnianie przez niektóre banki tego wskaźnika może mieć negatywny efekt wizerunkowy i być źle odczytywane przez inwestorów zagranicznych.



# Ocena możliwości absorpcyjnych nowych emisji przez rynek krajowy i rynki zagraniczne





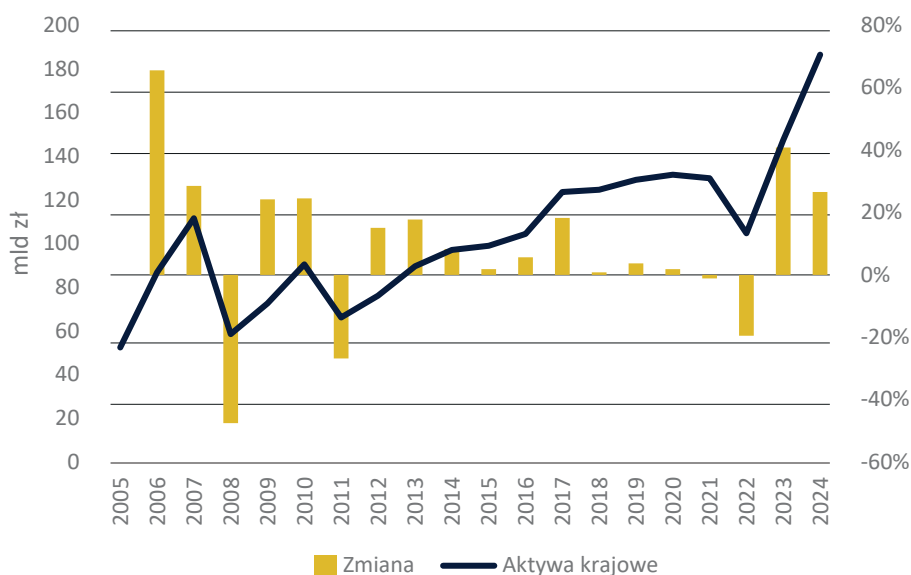
### 7.1. Absorpcja nowych emisji listów zastawnych przez rynek krajowy

Celem badania jest ocena możliwości absorpcyjnych nowych emisji przez rynek krajowy. Realizacja tego celu wymagała przygotowania prognozy wybranych kategorii aktywów znajdujących się w portfelach TFI. Potencjał zakupowy bankowych instrumentów dłużnych przez TFI określony został na chwilę bieżącą na poziomie 120 mld zł (w tym 35 mld zł obligacje SP), przy łącznej wartości aktywów w 2024 roku na poziomie 186 mld. Poziom 20% obligacji SP w strukturze aktywów TFI pozwala przypuszczać, że 10 % z tej części portfela TFI może być przekierowany na inne instrumenty. Jednocześnie należy pamiętać, że możliwości zwiększenia ekspozycji na instrumenty bankowe są ograniczane przez czynniki regulacyjne, niską płynność rynku oraz ograniczoną elastyczność funduszy detalicznych. Natomiast wraz z rozwojem PPK poszerza się przestrzeń do wzrostu poprzez zmianę strategii inwestycyjnych oraz dalszy rozwój funduszy emerytalnych.

Na potrzeby obliczeń i symulacji ilościowych przyjęto podejście dynamiczne, analogiczne jak

w poprzednim rozdziale. W pierwszym kroku wyznaczono prognozy na lata 2025-2029 za pomocą następujących metod statystycznych: modele trendu, modele wygładzania wykładniczego i modele autoregresyjne. W drugim kroku wyznaczono dla każdej z metod błędy prognoz. W ostatnim trzecim kroku wyznaczono zagregowaną wartość prognozy, a błędy prognoz otrzymane w drugim kroku wykorzystano do określenia poziomu niepewności, który został zilustrowany wykresami wachlarzowymi.

Założenia: wartość NAV ulokowana przez fundusze (TFI) w aktywach krajowych, wartość NAV ulokowana przez fundusze (TFI) w obligacjach SP<sup>199</sup>, fundusze niededykowane<sup>200</sup>, stan na koniec roku. Wartość aktywów netto (NAV) TFI w aktywa krajowe w latach 2005-2024 systematycznie rosła od poziomu 52 mld zł w roku 2005 do 187 mld zł na koniec 2024, ze średnim rocznym tempem wzrostu 6,55%. Wyróżniające się w badanym okresie istotne spadki wartości NAV, to trzy zdarzenia takie jak: GFC w 2008 roku, kryzys instrumentów dłużnych w Europie w 2011 roku i w 2022 pocovidowy wzrost inflacji, wojna na Ukrainie oraz pierwszy rok obowiązywania nowych zasad pobierania opłat za wyniki (Rysunek 7.1. i Tabela 7.1).



**Rysunek 7.1.** Wartości NAV TFI w aktywach krajowych (w mld zł) i ich roczne zmiany (w %) w latach 2005-2024

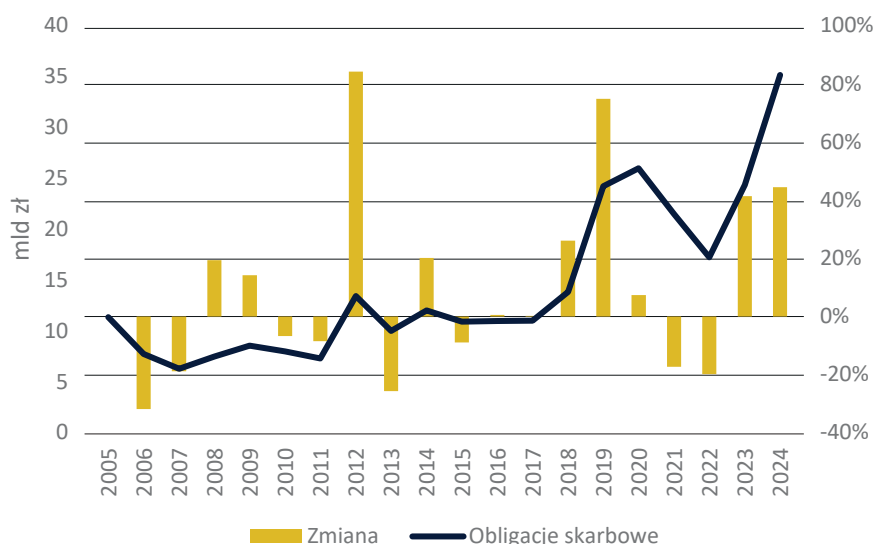
Źródło: opracowanie własne

<sup>199</sup> Nie są brane pod uwagę fundusze mieszane (Mixed).

<sup>200</sup> Podział na fundusze dedykowane i niededykowane oraz wskazanie na fundusze inwestujące w instrumenty SP pojawia się od 2010.

Wartość aktywów netto (NAV) TFI w obligacjach SP w latach 2005-2024 systematycznie rosła od poziomu 11 mld zł w roku 2005 do 35 mld zł na koniec 2024, ze średnim rocznym tempem wzrostu 5,81%. Wyróżniające się w badanym okresie istotne spadki wartości NAV, to lata, w których stopy procentowe decyzją RPP ulegały obniżeniu – 2006, 2007, 2013

i 2015, a następnie w latach 2021-2022 okres wojny na Ukrainie (Rysunek 7.2 i Tabela 7.1). Zwraca uwagę wzrost wartości NAV w obligacjach SP od 2019 roku, w którym uruchomione zostały PPK oraz to, że obserwowano spadki w latach 2021-2022 do poziomu 17 mld zł, który jest zdecydowanie wyższy niż poziom roczny przed rokiem 2019.

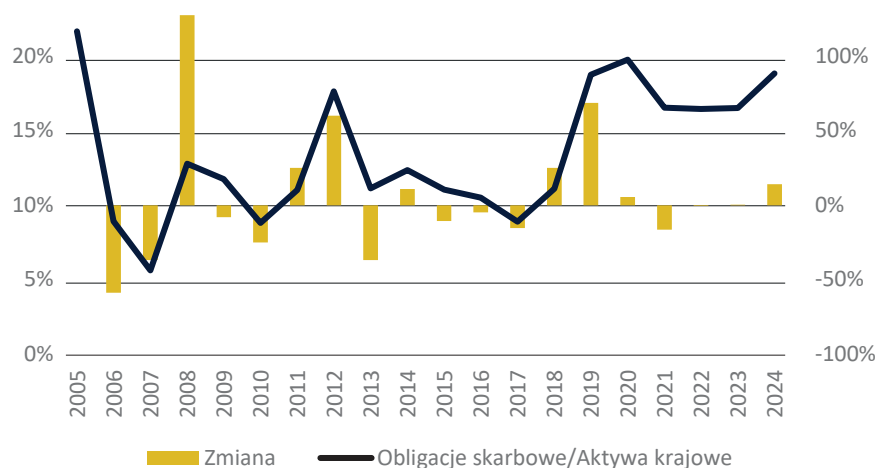


**Rysunek 7.2.** Wartości NAV TFI w obligacjach SP (w mld zł) i ich roczne zmiany (w %) w latach 2005-2024

Źródło: opracowanie własne

Zakres wahań wskaźnika udziału obligacji SP w portfelu TFI w stosunku do NAV aktywów krajowych wahał się istotnie do roku 2019, przyjmując zarówno wartości dodatnie, jak i ujemne. Od roku 2019 wartość wskaźnika oscyluje wokół wartości 18% (Rysunek 7.3 i Tabela 7.1), co związane jest z polityką inwestycyjną realizowaną przez PPK. Za obserwowanymi zmianami

wartości wskaźnika podąża dynamika jego zmian. Najwyższy wzrost 127% wystąpił w roku 2008, kiedy miał miejsce globalny kryzys finansowy, natomiast najgłębszy spadek -59% w roku 2006. Wyznaczona wartość średniego rocznego wzrostu od 2010 roku to 4,48%, natomiast od roku 2019 wartość średniego rocznego wzrostu wyniosła 0,08%.



**Rysunek 7.3.** Udział wartości NAV TFI w obligacjach SP w NAV TFI w aktywach krajowych i ich roczne zmiany (w %) w latach 2005-2024

Źródło: opracowanie własne

**Tabela 7.1.** Wartości wybranych aktywów netto (NAV) oraz roczne zmiany dla TFI w Polsce w latach 2005-2024.

| Rok  | Aktywa krajowe (mld zł) | Obligacje SP (mld zł) | Obligacje SP/Aktywa krajowe (%) | Zmiana aktywów krajowych (%) | Zmiana obligacji SP (%) | Zmiana Obligacje SP/Aktywa krajowe (%) |
|------|-------------------------|-----------------------|---------------------------------|------------------------------|-------------------------|----------------------------------------|
| 2005 | 52                      | 11                    | 21,66                           |                              |                         |                                        |
| 2006 | 87                      | 8                     | 8,92                            | 65,59                        | -31,83                  | -58,83                                 |
| 2007 | 112                     | 6                     | 5,63                            | 28,53                        | -18,92                  | -36,92                                 |
| 2008 | 59                      | 7                     | 12,79                           | -47,54                       | 19,29                   | 127,39                                 |
| 2009 | 73                      | 9                     | 11,76                           | 24,16                        | 14,15                   | -8,07                                  |
| 2010 | 91                      | 8                     | 8,81                            | 24,52                        | -6,75                   | -25,11                                 |
| 2011 | 66                      | 7                     | 11,02                           | -26,82                       | -8,48                   | 25,06                                  |
| 2012 | 76                      | 13                    | 17,63                           | 15,04                        | 84,17                   | 60,09                                  |
| 2013 | 90                      | 10                    | 11,14                           | 17,69                        | -25,69                  | -36,86                                 |
| 2014 | 97                      | 12                    | 12,35                           | 8,30                         | 20,14                   | 10,93                                  |
| 2015 | 99                      | 11                    | 11,04                           | 1,88                         | -8,97                   | -10,65                                 |
| 2016 | 104                     | 11                    | 10,51                           | 5,60                         | 0,51                    | -4,82                                  |
| 2017 | 124                     | 11                    | 8,89                            | 18,30                        | 0,13                    | -15,36                                 |
| 2018 | 125                     | 14                    | 11,11                           | 0,84                         | 26,02                   | 24,96                                  |
| 2019 | 129                     | 24                    | 18,75                           | 3,63                         | 74,83                   | 68,72                                  |
| 2020 | 132                     | 26                    | 19,76                           | 1,83                         | 7,34                    | 5,41                                   |
| 2021 | 130                     | 21                    | 16,53                           | -1,16                        | -17,31                  | -16,33                                 |
| 2022 | 105                     | 17                    | 16,45                           | -19,48                       | -19,88                  | -0,50                                  |
| 2023 | 147                     | 24                    | 16,52                           | 40,79                        | 41,37                   | 0,41                                   |
| 2024 | 187                     | 35                    | 18,84                           | 26,59                        | 44,39                   | 14,06                                  |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami <https://www.izfa.pl/>

Prognozy dla wartości NAV lokowanych przez TFI zostały wyznaczone jako średnie ważone prognoz otrzymanych na podstawie trzech różnych metod: nieliniowego modelu trendu deterministycznego, wygładzania wykładniczego modelu Holta oraz autoregresyjnego modelu dynamicznego. Dla każdej z zastosowanych wyznaczono prognozy punktowe oraz prognozy przedziałowe kierując się kryterium minimalizacji średniokwadratowego błędu prognoz ex post (RMSE). Prognozy punktowe wykorzystano do obliczenia prognozy bazowej, natomiast prognozy przedziałowe odpowiednio do wyznaczenia dwóch kolejnych wariantów prognoz pesymistycznego i optymistycznego.

### Modele tendencji rozwojowej (trendu)

Modele tendencji rozwojowej (trendu) należą do klasy modeli deterministycznych ze względu na charakter zmiennej objaśniającej modelu. W przypadku tego podejścia, zmiany badanej zmiennej w czasie możemy przedstawić jako funkcję objaśniającą zmienną czasową oraz składnika losowego reprezentującego wahania przypadkowe. Konstrukcja formalna modelu tendencji rozwojowej opisująca przebieg badanego zjawiska w czasie ma postać:

$$y_t = f(t) + u_t$$

gdzie  $f(t)$  analityczna postać funkcji trendu,  $u_t$  składnik losowy o zerowej wartości oczekiwanej i skończonej wariancji.

Wśród wielu kryteriów wyboru postaci funkcyjnej modelu tendencji rozwojowej wybrane zostały minimum średniego kwadratowego błędu prognoz wygasłych (RMSE) oraz spójność wyników z praktyką gospodarczą. Oszacowane modele trendu wykorzystano do wyznaczania prognoz punktowych i przedziałowych zgodnie ze wzorami:

Prognozy punktowe dla horyzontu prognozy  $k$ :

$$y_{T+k}^p = \hat{y}(T+k)$$

Prognozy przedziałowe dla przyjętego poziomu ufności  $(1-\alpha)$ , oszacowanego średniego błędu składnika resztowego  $\hat{\sigma}_e$  i wartości krytycznej rozkładu  $t$  Studenta:

$$P\left\{y_{T+k}^p - t_{\alpha/2}^{T-2} \hat{\sigma}_e \leq y_{T+k} \leq y_{T+k}^p + t_{\alpha/2}^{T-2} \hat{\sigma}_e\right\} = 1 - \alpha$$

### Modele autoregresyjne

Modele autoregresyjne (AR) uwzględniają zmiany zachodzące w czasie w proces generującym dane prognozowanej zmiennej. Modele AR działają w oparciu o zjawisko autoregresji a ich podstawową cechą charakterystyczną jest to, że wartość prognozowanej zmiennej jest wyznaczana jako kombinacja liniowa historycznych wartości tej zmiennej skorygowana o wartość składnika resztowego dla oszacowanego modelu. Ogólną postać model autoregresji z opóźnieniem rzędu  $p$  można przedstawić następująco:

$$y_t = \delta_0 + \delta_1 y_{t-1} + \delta_2 y_{t-2} + \dots + \delta_p y_{t-p} + u_t$$

gdzie  $y_{t-i}$  opóźnione wartości zmiennej dla rzędu opóźnienia  $j=1, 2, \dots, p$ .

### Model wygładzania wykładniczego Holta

Wygładzanie i prognozowanie szeregu czasowego za pomocą modelu Holta stosowane jest w przypadku szeregu czasowego, w którym występuje tendencja rozwojowa oraz wahania przypadkowe. Przyjmując, że wartości prognozowanego szeregu oznaczmy symbolami  $y_t$  dla  $t=1, 2, \dots, T$ , to model zapisujemy w następującej postaci uwzględniającej dwa parametry wygładzania  $\alpha$  oraz  $\beta$ :

Wartości początkowe

$$F_2 = y_2 \text{ oraz } S_2 = y_2 - y_1$$

Wygładzone wartości szeregu czasowego

$$F_t = \alpha y_t + (1 - \alpha)(F_{t-1} + S_{t-1})$$

Wygładzone wartości przyrostów trendu

$$S_t = \beta(F_t - F_{t-1}) + (1 - \beta)S_{t-1}$$

Na podstawie rekurencyjnie wyliczonych wartości  $F_t$  i  $S_t$  wyznaczane są prognozy ex post zgodnie ze wzorem:

$$y_{T+k-1} = F_T + kS_T$$

Parametry wygładzania  $\alpha$  i  $\beta$  wyznaczone zostały za pomocą metod numerycznych w procesie optymalizacji za pomocą narzędzia Solver dla kryterium minimum wartości średniego kwadratowego błędu prognoz wygasłych (RMSE).

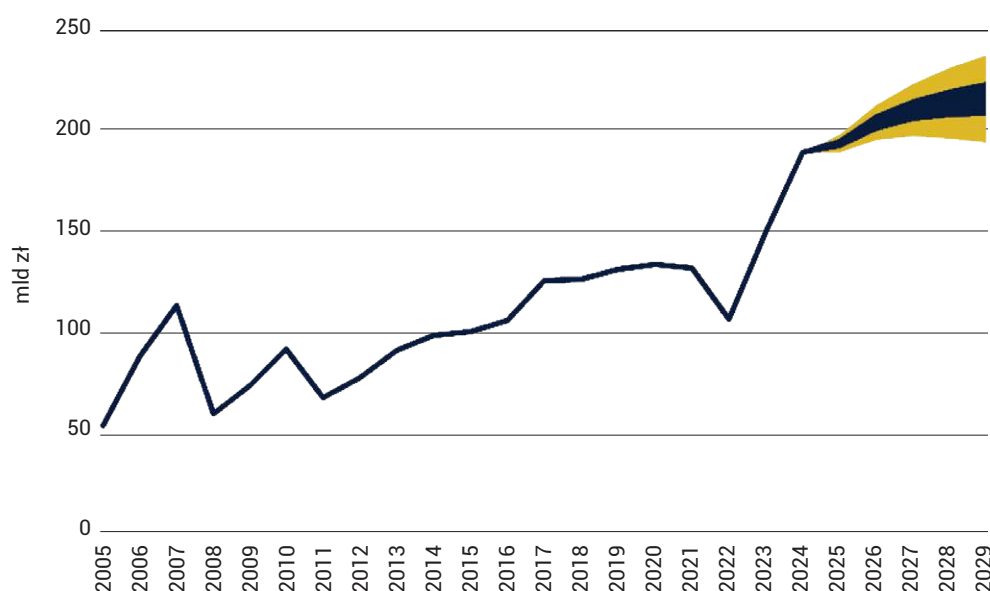
Wybrany zbiór metod prognostycznych został ograniczony do takich metod, które odpowiednie są do prognozowania szeregów, w których w okresach przeszłych występowała tendencja rozwojowa oraz wahania przypadkowe. Modele trendu i wygładzania wykładniczego skupiają się przede wszystkim na modelowaniu trendu i ograniczają skupienie uwagi na wahaniami przypadkowych. Dodatkowo przyjęcie liniowej funkcji trendu sugeruje nieograniczony wzrost, co w rzeczywistości nie jest możliwe. Koryguje to nieco podejście z wykorzystaniem modelu Holta należącego do klasy metod adaptacyjnych. Aby uzupełnić brakujący element w postaci próby modelowania niepewności zastosowano modele autoregresyjne, które pozwalają ocenić zakres wahań przypadkowych.

Prognoza wartości aktywów netto TFI ulokowanych w aktywach krajowych w wariantie bazowym wyznaczona została na poziomie od 191 mld zł w roku 2025 do 214 mld zł w roku 2029 (Tabela 7.2. i rysunek 7.4.). W wariantie bazowym oczekuje się, że zmiany wartości aktywów najwyższe będą w roku 2026 (wzrost o 5,6%) i kolejno w roku 2027 (wzrost o 3,2%). W wariantie pesymistycznym zmiany są nieznaczne i na końcu prognozowanego okresu to wartość 191 mld zł w roku 2029. Najwyższy wzrost wartości NAV w aktywach krajowych TFI występuje w wariantie optymistycznym, w którym w roku 2026 przekraczana jest wartość 210 mld zł i dalej dynamicznie rośnie do roku 2029, kiedy nieco spada tempo wzrostu tej kategorii.

**Tabela 7.2.** Prognoza wartości NAV TFI w aktywach krajowych (w mld zł) i ich rocznych zmian (w %) na lata 2025-2029

| Wartości NAV TFI w aktywach krajowych      |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Wariant                                    | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
| Pesymistyczny                              |       | 186   | 192   | 194   | 194   | 191   |
| Podstawowy                                 | 187   | 191   | 202   | 208   | 212   | 214   |
| Optymistyczny                              |       | 195   | 210   | 220   | 228   | 234   |
| Zmiany roczne NAV TFI w aktywach krajowych |       |       |       |       |       |       |
| Wariant                                    | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
| Pesymistyczny                              |       | 0,999 | 1,032 | 1,009 | 0,996 | 0,988 |
| Podstawowy                                 | 1,000 | 1,024 | 1,056 | 1,032 | 1,018 | 1,011 |
| Optymistyczny                              |       | 1,046 | 1,075 | 1,050 | 1,036 | 1,028 |

Źródło: opracowanie własne

**Rysunek 7.4.** Wartości NAV TFI w aktywach krajowych (w mld zł) w latach 2005-2024 i ich prognoza na lata 2025-2029

Źródło: opracowanie własne

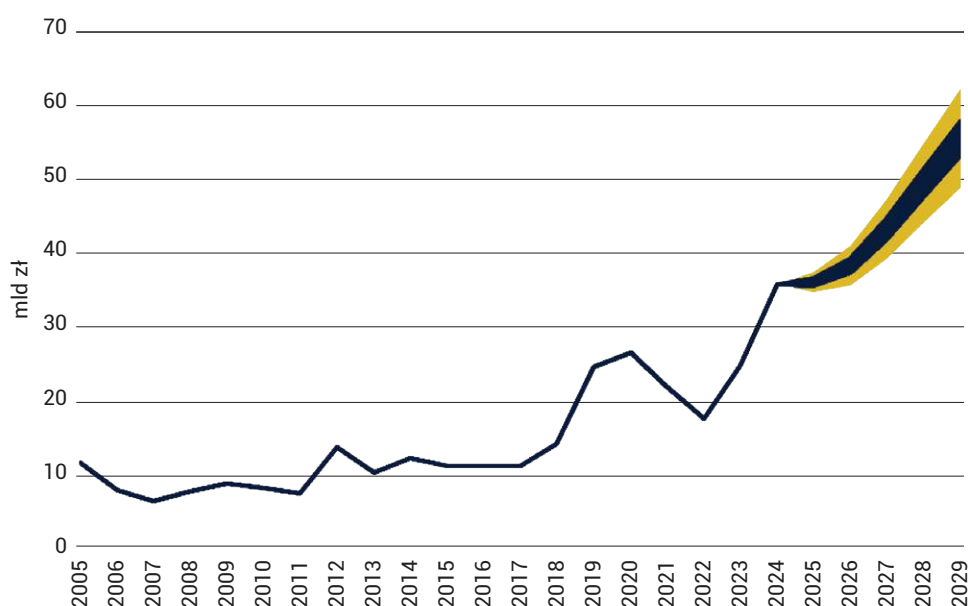
Prognoza wartości aktywów netto TFI ulokowanych w obligacjach SP w wariantie bazowym, na początku prognozowanego okresu, wyznaczona została na poziomie zbliżonym do roku 2024 czyli 35 mld zł (Tabela 7.3. i Rysunek 7.5.). W kolejnych latach dość dynamicznie rośnie i w roku 2029 osiąga poziom 54 mld zł. W wariantie bazowym oczekuje się, że zmiany wartości aktywów ulokowanych

w obligacjach SP najwyższe będą w latach 2027-2029. W wariantie pesymistycznym wzrosty są nieco niższe i na końcu prognozowanego okresu to wartość 48 mld zł w roku 2029. Najwyższy wzrost wartości NAV TFI w obligacjach SP występuje w wariantie optymistycznym, w którym już w roku 2026 jest wartość 40 mld zł i dalej dynamicznie rośnie do roku 2029 do poziomu 61 mld zł.

Tabela 7.3. Prognoza wartości NAV TFI w obligacjach SP (w mld zł) i ich rocznych zmian (w %) na lata 2025-2029

| Wartości NAV TFI w obligacjach SP |      |       |       |       |       |       |
|-----------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Wariant                           | 2024 | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
| Pesymistyczny                     |      | 34    | 35    | 38    | 43    | 48    |
| Podstawowy                        | 35   | 35    | 37    | 42    | 48    | 54    |
| Optymistyczny                     |      | 37    | 40    | 46    | 54    | 61    |
| Zmiany NAV TFI w obligacjach SP   |      |       |       |       |       |       |
| Wariant                           | 2024 | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
| Pesymistyczny                     |      | 0,970 | 1,029 | 1,035 | 1,128 | 1,009 |
| Podstawowy                        | 1,00 | 1,000 | 1,058 | 1,121 | 1,144 | 1,121 |
| Optymistyczny                     |      | 1,045 | 1,098 | 1,151 | 1,163 | 1,136 |

Źródło: opracowanie własne



Rysunek 7.5. Wartości NAV TFI w obligacjach SP (w mld zł) w latach 2005-2024 i ich prognoza na lata 2025-2029

Źródło: opracowanie własne

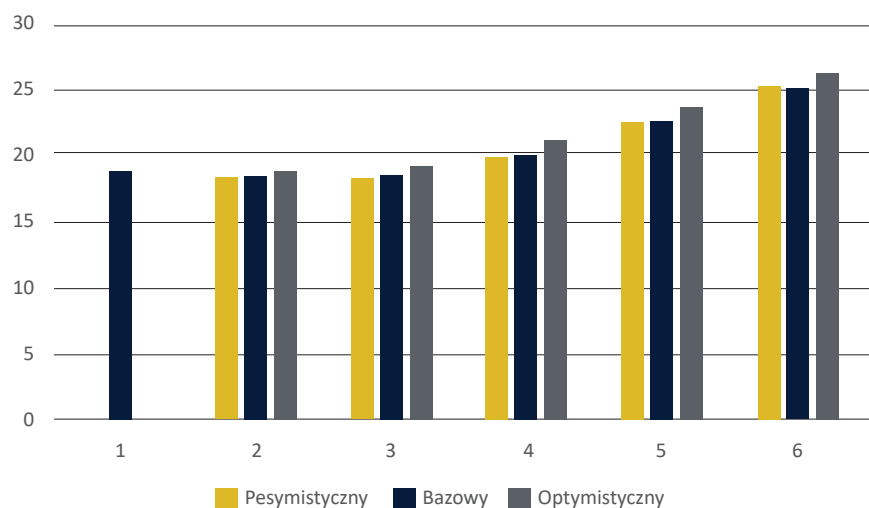
Prognoza udziału aktywów w obligacjach SP w stosunku do NAV TFI w aktywach krajowych we wszystkich wariantach oscyluje wokół wartości 18-19%. Próg 20% osiągany jest w roku 2027, a w latach

2028 i 2029 prognoza udziału to wartości z przedziału 22% dla wariantu pesymistycznego do 26% dla wariantu optymistycznego (Tabela 7.4. i Rysunek 7.6.).

**Tabela 7.4.** Prognoza udziału obligacji SP (w mld zł) w aktywach krajowych TFI i ich rocznych zmian (w %) na lata 2025-2029

| Udział NAV TFI w obligacjach SP w NAV TFI w aktywach krajowych         |       |       |       |       |       |       |
|------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Wariant                                                                | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
| Pesymistyczny                                                          |       | 18    | 18    | 20    | 22    | 25    |
| Podstawowy                                                             | 19    | 18    | 18    | 20    | 23    | 25    |
| Optymistyczny                                                          |       | 19    | 19    | 21    | 24    | 26    |
| Zmiana udziału NAV TFI w obligacjach SP w NAV TFI w aktywach krajowych |       |       |       |       |       |       |
| Wariant                                                                | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
| Pesymistyczny                                                          |       | 0,970 | 0,996 | 1,088 | 1,133 | 1,122 |
| Podstawowy                                                             | 1,000 | 0,977 | 1,002 | 1,087 | 1,123 | 1,109 |
| Optymistyczny                                                          |       | 1,000 | 1,022 | 1,096 | 1,123 | 1,106 |

Źródło: opracowanie własne

**Rysunek 7.6.** Prognoza udziału NAV TFI w obligacjach SP w aktywach krajowych w latach 2025-2029 w porównaniu do roku 2024

Źródło: opracowanie własne

W roku 2024 aktywa krajowe TFI osiągnęły wartość 187 mld zł, natomiast aktywa w obligacjach SP odpowiednio 35 mld zł. Przyjmując założenie, że potencjał CB to ok. 10% portfela, czyli 3,5 mld zł z NAV

w obligacjach SP w latach 2024-2025. Potencjał zwiększa się wraz z prognozowanym wzrostem wartości NAV do poziomu 5,4 mld zł w roku 2029 (Tabela 7.5.).

**Tabela 7.5.** Szacunek potencjału zakupowego

| Wartości NAV TFI w obligacjach SP * 10% |      |      |      |      |      |      |
|-----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Wariant                                 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| Pesymistyczny                           |      | 3,4  | 3,5  | 3,8  | 4,3  | 4,8  |
| Podstawowy                              | 3,5  | 3,5  | 3,7  | 4,2  | 4,8  | 5,4  |
| Optymistyczny                           |      | 3,7  | 4,0  | 4,6  | 5,4  | 6,1  |

Źródło: opracowanie własne

## 7.2. Emitowanie listów zastawnych przez polskie banki hipoteczne na rynkach zagranicznych – możliwości absorpcyjne i zagrożenia wynikające z emisji zagranicznych

Podaż listów zastawnych będzie wymuszona regulacją, a nie kryteriami ekonomicznymi. W sytuacji bardzo niskiej relacji kredytów do depozytów nie ma bowiem motywacji ekonomicznej na pozyskiwanie hurtowego finansowania.

Tymczasem w Polsce popyt na listy zastawne pozostaje ograniczony. Inwestorzy instytucjonalni preferują bardziej płynne aktywa, takie jak obligacje skarbowe. Nawet jeśli zostaną podjęte działania usuwające przynajmniej część barier rozwoju rynku listów zastawnych, to nadal możliwości popytowe będą w Polsce mocno ograniczone. Budowa rynku listów zastawnych to projekt co najmniej na dekadę,

który, co więcej, będzie obciążony dużym poziomem niepewności co do jego powodzenia.

W tych realiach polskie banki hipoteczne, chcąc sprostać rosnącym potrzebom emisyjnym oraz wymogom wskaźnika WFD, będą zmuszone emitować listy zastawne nie tylko na rynku krajowym, lecz również na rynkach zagranicznych. Polski rynek kapitałowy nie dysponuje bowiem wystarczającą chłonnością, by w pełni pokryć zapotrzebowanie na tego typu instrumenty.

Dodatkowo warto podkreślić, że współcześnie w większości jurysdykcji emitowanie listów zastawnych odbywa się w modelu uniwersalnym pasującym do struktury europejskiego sektora bankowego z dominującą rolą dużych banków uniwersalnych. Model banku specjalistycznego, choć bezpieczny i transparentny, może utrudniać rozwój rynku listów zastawnych.

**Tablica 7.6.** Modele emisji listów zastawnych w UE

| Model                                                     | Kraje                                                                                | Łącznie |
|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------|
| Specjalistyczny                                           | Irlandia, Dania, Węgry, Polska,                                                      | 4       |
| Uniwersalny                                               | Hiszpania, Bułgaria, Czechy, Holandia, Finlandia, Grecja, Łotwa, Portugalia, Rumunia | 9       |
| Uniwersalny z koniecznością uzyskania specjalnej licencji | Austria, Belgia, Estonia, Litwa, Szwecja, Słowacja, Niemcy, Włochy                   | 8       |
| Mieszany                                                  | Francja                                                                              | 1       |
| Łącznie                                                   | X                                                                                    | 22      |

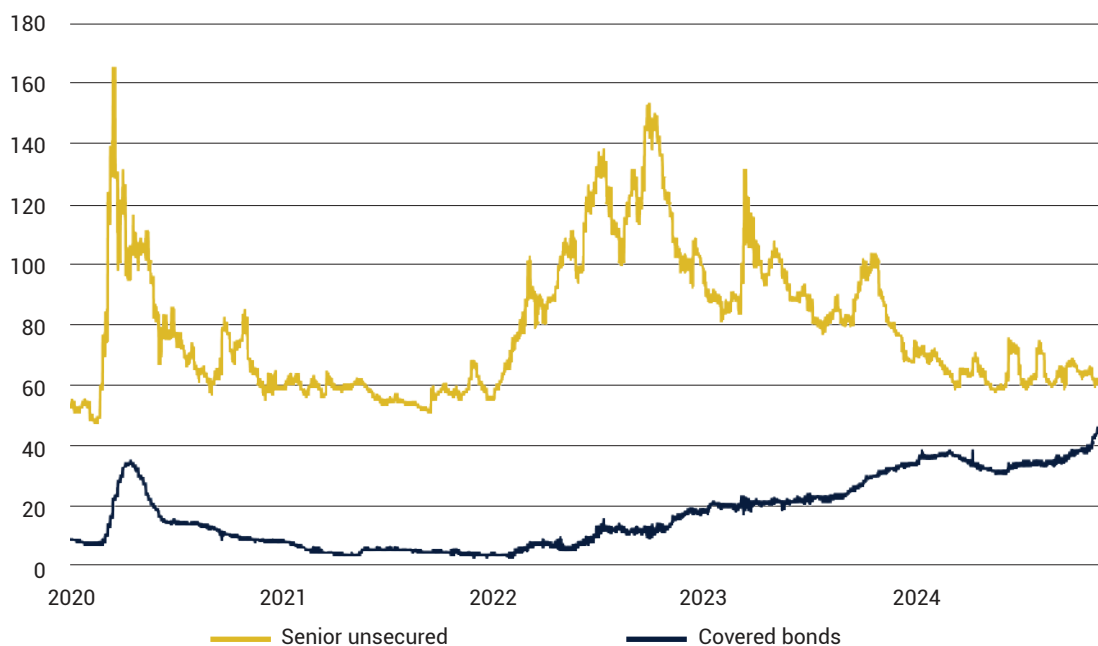
Źródło: Opracowanie własne na podstawie <https://compare.coveredbondlabel.com/compare/table> [dostęp: 10.05.2025].

W kontekście prognoz możliwości absorpcji polskich listów zastawnych w euro i kosztu finansowania warto zauważyć, że przewaga kosztowa listów zastawnych w ostatnim czasie się zmniejszała. Wzrosła również rentowność obligacji skarbowych, więc inwestorzy mogą preferować bezpieczne papiery rządowe, które oferują porównywalny zysk przy niższym ryzyku.

Rok 2024 był rozczarowujący dla europejskiego rynku listów zastawnych. Prognozy na 2025 r. są ostrożne, a kluczowym wyzwaniem dla europejskiego rynku listów zastawnych będzie odzyskanie atrakcyjności w stosunku do obligacji rządowych. Emitenci będą musieli oferować większe premie (*spread premium*),

szczególnie ci spoza rdzenia strefy euro, aby przyciągnąć inwestorów.

Listy zastawne uchodzą za jedno z najbezpieczniejszych instrumentów finansowych, co zawdzięczają tzw. podwójnemu zabezpieczeniu. Inwestorzy są chronieni zarówno przez wyodrębnioną pulę aktywów zabezpieczających (ang. cover pool), obejmującą głównie wierzytelności hipoteczne, jak i przez pełną odpowiedzialność emitującego banku hipotecznego za terminową obsługę zobowiązań. Co istotne, w przypadku upadłości banku, środki z puli zabezpieczającej nie wchodzi do masy upadłościowej i służą w pierwszej kolejności zaspokojeniu roszczeń posiadaczy listów zastawnych. Dopiero



bps – Basis points. Senior unsecured based on five-year I Traxx Senior Financials. Source: Bloomberg, S&P Global Ratings

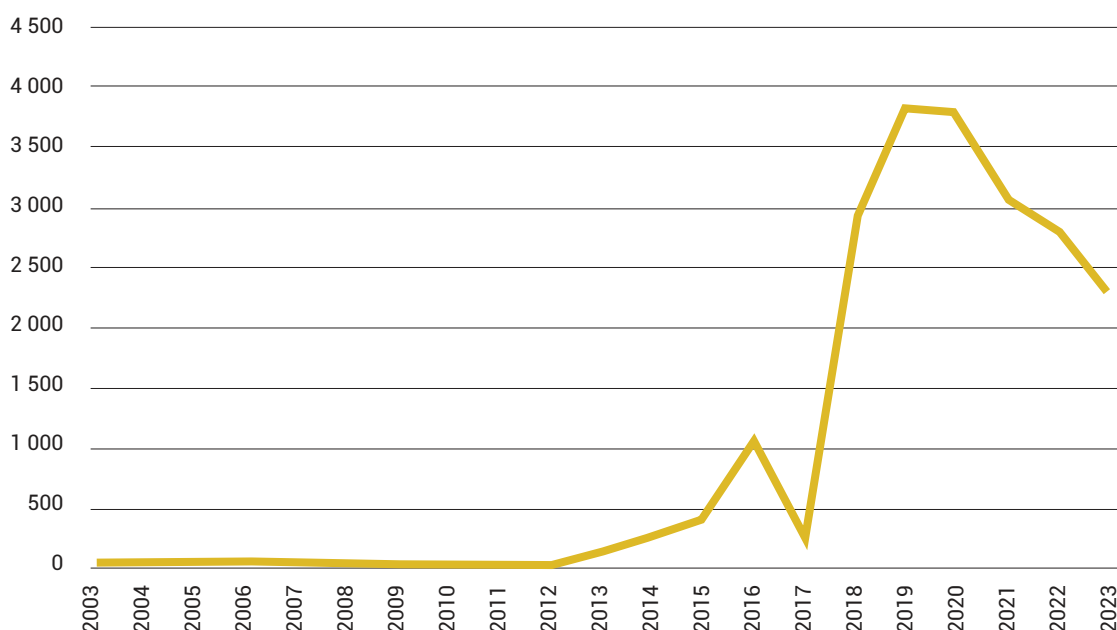
**Rysunek 7.7.** Spready listów zastawnych i unsecured bonds (obligacji niezabezpieczonych)

Źródło: Covered Bond Outlook 2025. Lower rates, higher uncertainty, Dec. 6, 2024, S&P, s. 9.

jeśli aktywa z tej puli okażą się niewystarczające, inwestorzy mogą dochodzić pozostałych roszczeń na zasadach ogólnych jako wierzyciele banku.

Zasadniczo jedynym rozwiązaniem, jeśli chodzi o emisje zagraniczne polskich banków hipotecznych,

będą emisje listów zastawnych denominowanych w euro. Tylko w ten sposób będzie można osiągnąć docelowy poziom wskaźnika WFD w polskim sektorze bankowym. Nasza ocena jest więc zbieżna z analizami i wnioskami NBP. W raporcie o stabilności finansowej (grudzień 2024 r.) wskazano,



**Rysunek 7.8.** Listy zastawne w obiegu denominowane w euro (mln euro) – lata 2003-2023

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych <https://storiadata.com/wp-content/uploads/2023/12/Fact-Book-Enhanced.html> (dostęp: 6.02.2025 r.).

**Tablica 7.7.** Nowe emisje hipotecznych listów zastawnych denominowane w Polsce w latach 2014-2023 w mln euro

| 2014 | 2015 | 2016 | 2017  | 2018 | 2019  | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|
| 135  | 127  | 668  | 1.204 | 800  | 1.050 | –    | –    | 500  | –    |

Źródło: ECBC: European Covered Bond Fact Book 2024, EMF/ECBC, ECBC Publication, September 2024, s. 581.

że „ze względu na płytki rynek krajowy, dodatkowe emisje w znacznym stopniu będą raczej kierowane za rynek zagraniczny i nominowane w walutach obcych, co będzie generowało ryzyko walutowe i stopy procentowej (...)”<sup>201</sup>.

Jednak w tym kontekście pojawia się pytanie, jaka może być możliwa skala emisji zagranicznych. Polskie banki mają już doświadczenie w emitowaniu listów zastawnych za granicą, ponieważ emisje w euro miały miejsce w przeszłości. Jednak ich skala była dotąd niewielka. Wg danych ECBC (Europejskiej Rady Listów Zastawnych) na koniec 2023 r. łączna wartość listów zastawnych w obiegu wyemitowanych przez polskie banki hipoteczne wynosiła 4,28 mld euro, z czego 2,3 mld to były emisje w euro (54% wartości polskich listów zastawnych znajdujących się w obiegu).

Jeśli chodzi o wielkość nowych emisji w euro to w 2023 r. wyniosła ona 0, a w 2022 r. 500 mln euro. Największą wartość nowych emisji w euro odnotowano w Polsce w 2017 r. Nowe emisje w latach 2014-2023 przedstawiono w tablicy 7.7.

Europejski rynek listów zastawnych pod względem struktury walutowej w naturalny sposób jest zdominowany przez emisje w euro. Większość bowiem krajów emitujących listy zastawne w Europie należy do strefy euro. EBC często nabywał listy zastawne w ramach programów luzowania ilościowego. Takie wsparcie dotyczyło papierów denominowanych w euro.

Na koniec 2023 r. w obiegu znajdowało się 3,26 bln euro listów zastawnych, z czego 63% (2,05 bln) stanowiły listy zastawne w euro. Główną rolę w tym wolumenie odgrywały hipoteczne listy zastawne. Jeśli skupimy się na nowych emisjach, to emisje w euro w 2023 r. stanowiły 56% ogółu emisji. Silną pozycję na rynku listów zastawnych mają także waluty krajów skandynawskich i frank szwajcarski. Dolar amerykański na tym rynku się nie liczy. Euro wyróżnia się tym, że jest atrakcyjną walutą emisji także dla emitentów spoza strefy euro, dzięki m.in. dużej

i aktywnej bazy inwestorów w strefie euro oraz stabilności rynku, zwłaszcza w Niemczech<sup>202</sup>.

Z uwagi na ograniczone możliwości absorpcyjne polskiego rynku kapitałowego pozyskiwanie kapitału potrzebnego do WFD poprzez emitowanie w euro stanie się konieczne. Czynnikiem ułatwiającym wejście na szerszą skalą polskich listów zastawnych w euro jest z pewnością ujednolicenie w Europie rozwiązań prawnych zabezpieczających interesy inwestorów, do czego przyczyniła się dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi oraz zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2014/59/UE.

Jednak dla części inwestorów zagranicznych polski list zastawny będzie produktem nowym, mniej znanym, co może ograniczać popyt, choć trzeba zauważyć, że emisje w euro PKO BP (750 mln euro), Pekao, mBanku i Millennium (każda po 500 mln) cieszyły się znaczną nadsubskrypcją. Jednak skala tych emisji była nieznacząca. Przykładowo w Hiszpanii w 2023 r. wyemitowano 25,3 mld euro listów zastawnych w euro.

O atrakcyjności listów zastawnych jako klasy aktywów decyduje ich wysokie bezpieczeństwo, wynikające m.in. z podwójnego zabezpieczenia. Powszechnie stosowanym i akceptowanym przez inwestorów narzędziem oceny jakości kredytowej emisji listów zastawnych jest rating. Rating ma kluczowe znaczenie w pozyskiwaniu inwestorów instytucjonalnych. Rating ma duże znaczenie dla emitenta, ponieważ od jego poziomu zależy koszt pozyskania kapitału. W przypadku listów zastawnych ważna jest również funkcja certyfikacyjna ratingu.

Zasadniczo list zastawny jest papierem wartościowym z bardzo wysokim ratingiem, przy czym znaczny wpływ na to ma tzw. uplift, czyli podwyższanie ratingu ponad rating emitenta. Uplift w kontekście ratingu listów zastawnych odnosi się bowiem do mechanizmu, w ramach którego ocena kredytowa

<sup>201</sup> Raport o stabilności systemu finansowego, Departament Stabilności Finansowej, NBP, Warszawa, grudzień 2024, s. 53.

<sup>202</sup> The German Pfandbrief Market 2024/2025. Current developments in the context of falling interest rate, A research publication by DZ HYP, November 2024, s. 14.



(rating) tych instrumentów dłużnych może przewyższać rating emitenta, zazwyczaj banku hipotecznego lub innej instytucji emitującej listy zastawne. Mechanizm ten wynika z zabezpieczenia listów zastawnych portfelem aktywów o wysokiej jakości oraz z dodatkowych struktur ochronnych, które zwiększają prawdopodobieństwo terminowej spłaty zobowiązań niezależnie od sytuacji finansowej emitenta.

Ratingi polskich listów zastawnych mogą być potencjalnie bardziej zmienne niż np. ich francuskie czy niemieckie odpowiedniki. Wynika to choćby z tego, że polski rynek listów zastawnych nie ma tak długiej historii i jest przez inwestorów z definicji postrzegany jako bardziej ryzykowny.

W krajach o długiej tradycji listów zastawnych ratingi są bardziej stabilne, ponieważ agencje ratingowe lepiej znają ryzyko związane z tymi instrumentami i traktują je za bardziej przewidywalne. W przypadku Polski międzynarodowe agencje ratingowe podchodzą konserwatywnie do oceniania listów zastawnych (w tym do upliftu). Rating polskich listów zastawnych będzie charakteryzował się więc mniejszą odpornością na potencjalne szoki zewnętrzne, które mogą prowadzić do spadku ocen nadanych polskim listom zastawnym. Wynika to z tego, że różnica w stopniach ratingowych między ratingiem emitenta a ratingiem emisji jest niewielka. To z jednej strony dobrze, bo rating opiera się głównie na fundamentach ekonomicznych banku emitującego listy zastawne, z drugiej jednak oznacza większą wrażliwość ratingu listu zastawnego na zmianę ratingu emitenta.

Z powodu słabszych ratingów pozyskiwanie środków na rynkach zagranicznych przez polskich emitentów będzie wiązało się z premią za ryzyko, co przełoży się na wzrost kosztu finansowania krajowych banków. Będzie to też czynnik utrudniający plasowanie polskich listów zastawnych.

Dotychczasowe emisje polskich banków hipotecznych za granicą wskazują, że polskie listy zastawne mogą spotkać się z zainteresowaniem inwestorów zagranicznych. Jednak popyt na polskie listy zastawne w euro nie będzie zbyt duży w perspektywie kilkuletniej.

Ważną grupą inwestorów na rynku listów zastawnych w Europie są banki komercyjne. Podstawowym motywem nabywania listów zastawnych przez banki jest ich wykorzystanie jako wysokiej jakości aktywów zabezpieczających. Listy zastawne stanowią zatem istotne narzędzie w zakresie zarządzania płynnością oraz są szeroko akceptowane przez banki centralne

jako zabezpieczenie w operacjach refinansujących, zwłaszcza w ramach Eurosystemu. W tym kontekście listy zastawne są postrzegane jako instrumenty o wysokiej stabilności i niskim ryzyku kredytowym. Oznacza to, że czynniki takie jak rating, struktura zabezpieczeń i płynność rynkowa mogą mieć dla inwestorów większe znaczenie niż wysokość kuponu odsetkowego.

Z doświadczeń niemieckich ewidentnie wynika, że inwestorzy z regionu DACH (Niemcy, Austria, Szwajcaria) mają dominujący udział w zakupach niemieckich pfandbriefów – od 67% do 81% rocznie w latach 2015–2024<sup>203</sup>. Inwestorzy krajowi (szczególnie z regionu DACH) są kluczowi dla sukcesu emisji listów zastawnych w Europie<sup>204</sup>. Silniejsze wejście na europejski rynek listów zastawnych przez polskich emitentów będzie uwarunkowane przekonaniem inwestorów DACH do polskich waloarów. Cenią oni konserwatywny profil ryzyka, przejrzystość, wysoką jakość zabezpieczeń i zgodność z regulacjami.

Na podstawie doświadczeń niemieckich można również sformułować konkluzję, że budowa silnego krajowego rynku listów zastawnych jest fundamentem długofalowego sukcesu tego instrumentu finansowania. Nie ma drogi na skróty. Bez zbudowania zaufania krajowych inwestorów, trudno będzie przekonać inwestorów zagranicznych (zwłaszcza z DACH) do polskich emisji.

W przypadku Polski, gdzie rynek listów zastawnych jest relatywnie mały i słaby, brak silnej i aktywnej krajowej bazy inwestorów będzie stanowił istotną barierę dla rozwoju tego segmentu. Choć formalnie polskie listy zastawne denominowane w euro mogą być honorowane przez EBC jako aktywa zabezpieczające, nie przełoży się to automatycznie na wysoki popyt ze strony zagranicznych inwestorów.

Do oszacowania możliwości absorpcyjnych listów zastawnych wyemitowanych w euro przez polskie banki hipoteczne przyjęto rynek odniesienia. Za taki rynek na potrzeby szacunku uznano rynek czeski. Czechy i Polska to najsilniejsze gospodarki regionu Europy Środkowo-Wschodniej, należące do UE, ale pozostające poza strefą euro. W aktywach banków polskich i czeskich główną rolę odgrywają kredyty hipoteczne w walucie krajowej, choć czeski sektor bankowy w przeciwieństwie do polskiego nie ma problemów z kredytami walutowymi. Oba rynki działają w ramach wspólnych

<sup>203</sup> The German..., op. cit., s. 14-16.

<sup>204</sup> Tamże.



**Tablica 7.8.** Udział nowych emisji hipotecznych listów zastawnych w euro w stosunku do nowych emisji ogółem w latach 2014-2023 w Czechach

| Lata    | Poziom nowych emisji listów zastawnych (mln euro) | Nowe emisje w euro (Czechy) (mln euro) | Udział nowych emisji (Czechy) w euro w nowych emisjach ogółem w proc. |
|---------|---------------------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| 2014    | 2.188,1                                           | 286                                    | 13,1                                                                  |
| 2015    | 2.729                                             | 623                                    | 22,8                                                                  |
| 2016    | 1.693                                             | 200                                    | 11,8                                                                  |
| 2017    | 4.074                                             | 2.318                                  | 56,9                                                                  |
| 2018    | 2.573                                             | 500                                    | 19,4                                                                  |
| 2019    | 1.516                                             | 7                                      | 0,46                                                                  |
| 2020    | 6.412                                             | 4.501                                  | 70,2                                                                  |
| 2021    | 10.415                                            | 500                                    | 4,8                                                                   |
| 2022    | 4.435                                             | 500                                    | 11,3                                                                  |
| 2023    | 1.000                                             | 1.000                                  | 100                                                                   |
| ŚREDNIA | 37035,1                                           | 10.435                                 | 28,17                                                                 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych HYPOSTAT.

regulacji UE, co czyni polskie i czeskie listy zastawne porównywalnymi. Inny jest jednak model emisyjny, ponieważ w Czechach listy zastawne mogą emitować uniwersalne instytucje kredytowe. Atutem Czech jest dojrzały od polskiego rynek listów zastawnych (4,3% PKB na koniec 2023 r. wobec 0,6% w Polsce<sup>205</sup>).

Na potrzeby szacunku obliczono udział nowych, czeskich emisji listów zastawnych w euro w nowych emisjach ogółem w latach 2014-2023. Wyniki obliczeń przedstawiono w tablicy 7.8.

Przyjmując średni udział w latach 2014-2023 nowych emisji w euro w Czechach na poziomie 28,17%, otrzymaliśmy roczny średni wolumen na poziomie 1 mld euro. Polski sektor bankowy jest w porównaniu z czeskim sektorem bankowym 1,9 razy większy po względem aktywów<sup>206</sup>. Szacujemy, że nowe emisje w euro rocznie mogłyby wynosić w przypadku Polski 1,95 mld euro rocznie.

Dla porównania prognozy nowych emisji w euro (eur benchmark) przygotowane przez NORD/LB na rok 2025 przedstawiono w tablicy 7.9.

**Tablica 7.9.** Powinno być: Prognoza NORD/LB na 2025 r.: emisje i terminy zapadalności według jurysdykcji

| Kraj   | Emisje 2024 w mld euro | Listy zastawne w obiegu w mld euro | Zapadalność w mld euro w 2025 | Emisje 2025 w mld euro | Podaż netto w 2025 w euro |
|--------|------------------------|------------------------------------|-------------------------------|------------------------|---------------------------|
| Polska | 0                      | 0,5                                | 0,5                           | 0,5                    | 0                         |
| Czechy | 0,5                    | 2,5                                | 0                             | 1                      | 1                         |
| Ogółem | 148,5                  | 1084,06                            | 126,9                         | 170                    | 43,1                      |

Źródło: Covered Bond & SSA View, NORD/ LB Floor Research, NORD/LB, 4 December 2024, s. 11.

<sup>205</sup> HYPOSTAT 2024, A Review..., op. cit., s. 158.

<sup>206</sup> [https://www.spglobal.com/\\_assets/documents/ratings/research/101589705.pdf](https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/101589705.pdf) [dostęp: 5.04.2025].



Jeśli przyjmimy, że polskie emisje w euro mogłyby wynosić 1,95 mld euro rocznie, to oznaczałoby, że ich udział w ogólnej wartości prognozowanych na 2025 r. przez NORD/LB emisji wynosiłby ponad 1%. NORD/LB prognozuje, że ten udział wyniesie w 2025 r. 0,3%. Takie są obecnie realia polskiego rynku listów zastawnych. Jest on nieadekwatny do potencjału polskiej gospodarki i liczby ludności, choć z czasem może stać się atrakcyjny dla inwestorów.

Poniżej (tablica 7.10.) przedstawiamy naszą ocenę czynników ograniczających popyt na polskie listy zastawne w euro w skali od 1 do 5 (najwyższe ryzyko).

Czynniki ograniczające popyt na polskie listy zastawne w euro przedstawiono w poniższej tablicy.

**Tablica 7.10.** Czynniki ograniczające popyt na polskie listy zastawne w euro

| Czynnik                                       | Wpływ                                                                                                                                                         | Siła oddziaływania od 1 do 5 |
|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| Rating kredytowy                              | Im wyższy rating, tym większy potencjalny popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych, którzy cenią bezpieczeństwo listów zastawnych                         | 4                            |
| Spread względem listów z krajów DACH          | Zbyt wysoki spread może odstraszyć konserwatywnych inwestorów, zbyt niski nie zrekompensuje natomiast ryzyka                                                  | 3                            |
| Płynność emisji                               | Niska płynność może zniechęcać inwestorów instytucjonalnych                                                                                                   | 3                            |
| Regulacje prawne w zakresie listów zastawnych | Ujednolicone w UE                                                                                                                                             | 1                            |
| Warunki makroekonomiczne w Polsce             | Niższa inflacja i stabilna polityka zwiększają wiarygodność kraju i instrumentu. Warunki makroekonomiczne w Polsce mogą zniechęcać inwestorów konserwatywnych | 4                            |
| Konkurencja                                   | Inwestorzy z krajów DACH mogą inwestować w bardziej atrakcyjne walory (np. francuskie)                                                                        | 4*                           |

\* Legenda: DACH - określenie międzynarodowe, obejmujące Niemcy, Austrię i Szwajcarię. Z raportów na temat rynków listów zastawnych DZ Bank wynika, że inwestorzy z tych krajów odgrywają bardzo ważną rolę na rynku listów zastawnych w euro.

Źródło: Opracowanie własne.

Jednym z kluczowych argumentów przemawiających za ekspansją polskich emitentów na rynki zagraniczne jest potrzeba dywersyfikacji bazy inwestorów oraz budowa reputacji polskich listów na europejskim rynku kapitałowym. Pozyskanie inwestorów instytucjonalnych spoza Polski, skłonnych do zaangażowania się w polskie listy zastawne, może pełnić funkcję nie tylko finansowania, lecz także strategicznego wzmocnienia wiarygodności polskich emitentów w oczach uczestników europejskiego rynku listów zastawnych. Jednak sekwencja rozwoju polskiego rynku listów zastawnych powinna być następująca:

- Pierwszy etap – rozwój rynku listów zastawnych w złotych opartego na krajowej bazie inwestorów,

- Drugi etap – stopniowa dywersyfikacja i szersze wyjście w listami zastawnymi w euro.

Jak mają uwierzyć inwestorzy zagraniczni w polskie listy zastawne, jeśli nie stworzyliśmy przez 28 lat funkcjonowania ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych silnego rynku krajowego? Warunkiem koniecznym większej absorpcji na rynku europejskim polskich listów zastawnych jest zbudowanie bazy inwestorów wewnętrznych (krajowych). Trzeba również pamiętać, że polskie emisje będą miały niższy status kredytowy, więc ich emitenci będą musieli konkurować wyższym spreadem. Punktem odniesienia są spready dla listów czeskich i słowackich. Warunkiem poprawy spreadów i większej atrakcyjności emisji będzie budowanie historii

emisji, przewidywalność, płynność i aktywność na rynku wtórnym. Na dziś, inwestorzy oczekują od polskich listów zastawnych podobnych spreadów co od czeskich i słowackich. To dobra baza do dalszej ekspansji (szerzej: raport NORD/LB)<sup>207</sup>

Dane dotyczące nowych emisji listów zastawnych na Węgrzech<sup>208</sup> wskazują na dużą zmienność i wrażliwość na czynniki zewnętrzne. W latach 2004–2013 Węgry utrzymywały stosunkowo dużą aktywność na rynku listów zastawnych denominowanych w euro, ze szczególnym nasileniem emisji w okresie 2008–2011, kiedy roczny wolumen przekraczał 1 mld EUR. Po tym okresie nastąpił jednak prawie dziesięcioletni przestój w emisjach denominowanych w euro (2014–2022), przerwany dopiero w 2023 r. jednorazową emisją o wartości 500 mln euro. Ten nieregularny profil emisji w euro wyraźnie kontrastuje z relatywnie stabilnym – choć ograniczonym wolumenowo – rynkiem emisji w walucie krajowej. Segment ten, po 2016 r., odnotował zauważalny wzrost aktywności, co było w dużej mierze efektem ukierunkowanego wsparcia ze strony Narodowego Banku Węgier, w tym programów skupu i wskaźnika MFAR.

Konieczność szerszego wyjścia z emisjami listów zastawnych za granicę oznacza, że rynek listów zastawnych w Polsce będzie pod względem struktury walutowej odbiegał od dobrych wzorców zapewniających długoterminowe bezpieczeństwo. W krajach spoza strefy euro możemy tutaj wyróżnić trzy zasadnicze rodzaje rynków listów zastawnych pod względem struktury walutowej: 1) rynki oparte na lokalnej walucie; 2) rynki zdwersyfikowane oraz 3) rynki oparte na emisjach w euro. Przyjrzyjmy się sytuacji rynków listów zastawnych w krajach z walutą lokalną. Do analizy wybrano Danię, Szwecję, Norwegię, Węgry i Czechy. W Danii (to największy rynek hipotecznych listów zastawnych na świecie) ponad 91% znajdujących się na koniec 2023 r. w obiegu hipotecznych listów zastawnych było denominowanych w koronach duńskich<sup>209</sup>. Duński rynek listów zastawnych opiera się na bardzo ciekawej koncepcji zapewniającej długookresową stabilność finansowania hipotecznego, której fundamentem jest tzw. „balance principle”<sup>210</sup>. Zgodnie z tą zasadą, każda emisja listów zastawnych musi być ściśle dopasowana do parametrów udzielanego kredytu hipotecznego (pod względem waluty, kwoty, terminu zapadalności).

Kredyty udzielane w koronach duńskich są więc finansowane poprzez emisję listów zastawnych w tej samej walucie, co skutecznie eliminuje ryzyko walutowe zarówno po stronie kredytobiorców, jak i inwestorów. To rozwiązanie przekłada się na wysoki poziom stabilności rynku, zwiększając jego odporność na wahania kursów walutowych i zawirowania makroekonomiczne. Dzięki temu system finansowania hipotecznego w Danii cieszy się zaufaniem inwestorów, także zagranicznych, którzy aktywnie lokują kapitał w denominowanych w koronach duńskich listach zastawnych. Emitowanie papierów dłużnych w walucie krajowej jest zatem nie tylko zgodne z konstrukcją systemu, ale także naturalnym wyborem, zważywszy na fakt, że zdecydowana większość kredytów hipotecznych w Danii udzielana jest właśnie w koronach. Na szczególne podkreślenie zasługują dwa aspekty wzmacniające pozycję duńskiego rynku listów zastawnych: 1) stabilność waluty (korona duńska jest uznawana za stabilną walutę); silna tradycja i reputacja (Dania posiada jedną z najdłuższych i najbardziej ugruntowaną od 200 lat tradycję emisji hipotecznych listów zastawnych). Warto dodać również, że instytucjonalna ciągłość, rygor regulacyjny oraz historyczna niezawodność tego rynku przyczyniły się do zbudowania trwałego zaufania do tego waloru finansowego.

Kolejnym przykładem dobrze funkcjonującego rynku listów zastawnych opartego na walucie lokalnej jest Szwecja. Listy zastawne są emitowane głównie w koronach szwedzkich<sup>211</sup>. Przykład szwedzki wskazuje również, że niedobór depozytów jest silnym czynnikiem stymulującym rozwój rynku listów zastawnych, który należy do największych w Europie. Wskaźnik kredytów do depozytów w największych szwedzkich bankach przekracza bowiem znacznie 100%. Ostatni odczyt dla szwedzkiego sektora bankowego, jeśli chodzi o wskaźnik kredytów do depozytów wyniósł 155,8% (dane na koniec III kw. 2024)<sup>212</sup>.

W przypadku rynku norweskiego na koniec 2023 r. struktura rynku (listy zastawne w obiegu) przedstawiała się następująco: 1) 40,2% stanowiły obligacje w euro, natomiast 59,8% stanowiły obligacje w lokalnej walucie (koronach norweskich)<sup>213</sup>. Emitowanie listów zastawnych w euro pozwala norweskim bankom dotrzeć do szerszego grona międzynarodowych inwestorów, którzy preferują inwestycje w tej walucie. Dzięki temu banki mogą pozyskać kapitał od inwestorów spoza Norwegii, zwiększając swoją

<sup>207</sup> Covered Bond & SSA View, NORD/ LB Floor Research, NORD/LB, 4 December 2024

<sup>208</sup> <https://storiieddata.com/wp-content/uploads/2023/12/Fact-Book-Enhanced.html> [dostęp: 5.04.2025].

<sup>209</sup> Obliczenia na podstawie danych ECBC (<https://storiieddata.com/wp-content/uploads/2023/12/Fact-Book-Enhanced.html>).

<sup>210</sup> Szerzej: Danish Covered Bond Handbook. The handbook of the Danish covered bond market and issuers, Danske Bank, 27 September 2016.

<sup>211</sup> The Swedish Financial Market 2024, Sveriges Riksbank, September 2024, s. 47.

<sup>212</sup> <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/CBD2/CBD2.Q.SE.WO.67.Z.Z.A.A.I3006.Z.Z.Z.Z.Z.Z.PC> [dostęp: 5.04.2025].

<sup>213</sup> ECBC: European Covered Bond Fact Book 2024, EMF/ECBC, ECBC Publication, September 2024, s. 579.



bazę kapitałową i zmniejszając zależność od krajowego rynku finansowego.

Wysoki udział listów zastawnych w lokalnej walucie występuje na Węgrzech 91%. Inna sytuacja ma miejsce natomiast w Czechach, gdzie większość (63%) znajdujących się w obiegu hipotecznych listów zastawnych na koniec 2023 r. była denominowana w euro.

Praktyka krajów rozwiniętych, takich jak Szwecja i Dania pokazuje więc, że emisja listów zastawnych w lokalnej walucie jest skutecznym narzędziem minimalizowania ryzyka. Jest to też ważna stymulanta rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych.

Z doświadczeń globalnego kryzysu finansowego wynika, że „w odróżnieniu od innych instrumentów, dostęp do rynku emisyjnego pozostał dla listów zastawnych otwarty. Uległy natomiast rozwarstwieniu rentowności na rynku wtórnym, pomiędzy różnymi emitentami krajów członkowskich UE. Trend ten można wyjaśnić dążeniem przez inwestorów do większego bezpieczeństwa (flight to safety), którzy zaczęli preferować emitentów z krajów głównych strefy euro (core Eurozone Members)”<sup>214</sup>. Dla polskich banków rozsądna ekspansja na rynek euroobligacji zabezpieczonych musi uwzględniać ograniczoną odporność strukturalną tego rynku na zróżnicowanie geograficzne i cykliczność. Listy zastawne w euro mogą być użytecznym elementem dywersyfikacji źródeł finansowania, ale nie mogą zastąpić potrzeby budowy silnego, lokalnego rynku denominowanego w złotych, który pozostaje bardziej odporny na zewnętrzne szoki i lepiej wpisuje się w autonomiczną politykę pieniężną kraju.

Ryzyko związane z emisjami w euro można rozpatrywać z różnych perspektyw. Trzy perspektywy są szczególnie ważne. Pierwsza z nich to perspektywa banków, druga to perspektywa stabilności finansowej (rozwój rynku listów zastawnych poprzez emisje w euro to większe uzależnienie od inwestorów zagranicznych), a trzecia to perspektywa rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.

Ostatnim problemem, który warto poruszyć w kontekście potrzeb emisyjnych polskich banków w związku z wprowadzeniem WFD, jest zjawisko obciążenia aktywów (*asset encumbrance*). W praktyce oznacza ono, że część aktywów banku – najczęściej należności hipoteczne – zostaje przeznaczona wyłącznie jako zabezpieczenie dla określonych instrumentów dłużnych. W efekcie, aktywa te nie są dostępne do wykorzystania w sytuacjach kryzysowych, np. jako zabezpieczenie płynnościowe lub źródło spłaty zobowiązań wobec niezabezpieczonych wierzycieli. Z badań<sup>215</sup> wynika, że banki, dążąc do pozyskania finansowania poprzez emisję zabezpieczonych instrumentów dłużnych, mogą nieświadomie zwiększać swoją podatność na nagłe odpływy kapitału od niezabezpieczonych wierzycieli. W modelu przedstawionym przez autorów analizowanego badania, banki emitujące dług zabezpieczony, taki jak listy zastawne, ograniczają dostępność aktywów dla niezabezpieczonych wierzycieli. W sytuacji napięcia, gdy pojawiają się wątpliwości co do kondycji finansowej banku, niezabezpieczeni wierzyciele mogą masowo wycofywać swoje środki, obawiając się braku dostępu do zabezpieczonych aktywów<sup>216</sup>. To zjawisko, znane jako „run” na bank, może prowadzić do problemów z płynnością, nawet jeśli bank pozostaje wypłacalny w sensie bilansowym.

<sup>214</sup> A. Dżuryk, List zastawny a stabilność polskiego systemu finansowego, Publikacja Europejskiego Kongresu Finansowego, Centrum Myśli Strategicznych, Sopot 2017, s.148.

<sup>215</sup> T. Ahnert, K. Anand, P. Gai, J. Chapman, Asset encumbrance, bank funding and fragility, Working Paper Series No 52 / July 2017.

<sup>216</sup> Tamże.

**Tablica 7.11.** Ryzyko związane z szerszym wyjściem z emisjami listów zastawnych na rynek zagraniczny

| Perspektywa                        | Wymiar analizy                      | Charakterystyka                                                                                                                                           |
|------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Perspektywa banków                 | Ryzyko kursowe                      | Emisje w euro przy aktywach w PLN tworzą lukę walutową i narażają banki na ryzyko kursowe.                                                                |
|                                    | Ryzyko płynności i refinansowania   | Emisje zagraniczne zwiększają zależność od rynków międzynarodowych i mogą być trudne do refinansowania w warunkach silnych napięć na rynkach finansowych. |
|                                    | Strategia i reputacja               | Wejście na rynek euro może wspierać budowę reputacji międzynarodowej, ale wymaga starannego zarządzania ryzykiem.                                         |
| Stabilność systemu finansowego     | Zależność od zagranicznego kapitału | Większy udział finansowania z rynków zagranicznych zwiększa podatność systemu bankowego na odpływ kapitału i zmienność kosztu finansowania.               |
|                                    | Efekt zarażania i nadzór            | Problemy jednego banku mogą rozlać się na inne instytucje poprzez kanały reputacyjne i ograniczoną skuteczność interwencji NBP w walutach obcych.         |
|                                    | Spójność z polityką pieniężną       | Finansowanie w euro może osłabiać skuteczność transmisji krajowej polityki pieniężnej.                                                                    |
| Rozwój rynku kapitałowego w Polsce | Rozwój rynku krajowego              | Nadmierne skoncentrowanie na emisjach zagranicznych może działać substytucyjnie na krajowy rynek listów zastawnych.                                       |

Źródło: Opracowanie własne.

W kontekście polskiego sektora bankowego, szczególnie istotne jest uwzględnienie specyfiki banków hipotecznych, które często funkcjonują jako spółki zależne dużych banków uniwersalnych. Chociaż formalnie są to odrębne podmioty, ich stabilność finansowa jest ściśle powiązana z kondycją grupy kapitałowej. W przypadku problemów z refinansowaniem kredytów hipotecznych przez bank hipoteczny, ryzyko może przenieść się na bank macierzysty, wpływając na jego reputację i dostęp do finansowania.

W Polsce większość kredytów hipotecznych jest denominowana w złotych, podczas gdy emisje listów zastawnych mogą być prowadzone w euro. To rodzi dodatkowe ryzyko kursowe, które musi być odpowiednio zarządzane. W sytuacji niekorzystnych zmian kursowych, bank może napotkać trudności w wywiązywaniu się ze zobowiązań wobec inwestorów zagranicznych, co dodatkowo zwiększa ryzyko płynnościowe. W związku z powyższym, istotne jest, aby polskie banki hipoteczne, planując emisje listów zastawnych, dokładnie analizowały potencjalne ryzyka związane z obciążeniem aktywów, uwzględniając zarówno aspekty płynnościowe, jak i kursowe.

Wnioski:

- 1) Optymalnym podejściem (najbardziej racjonalnym z punktu widzenia potrzeb polskiego sektora bankowego i stabilności finansowej) byłoby zbudowanie silnego, płynnego rynku listów zastawnych denominowanych w złotych. Tylko taki rynek zapewni trwałe, odporne na szoki źródło długoterminowego finansowania. Należy przy tym realistycznie założyć, że perspektywa wejścia Polski do strefy euro pozostaje niejasna i odległa.
- 2) Tworzenie silnego krajowego rynku listów zastawnych jest procesem długotrwałym, a poważną barierą w jego rozwoju w Polsce będzie słaby rynek kapitałowy. Praktyka krajów rozwiniętych, takich jak Szwecja i Dania, pokazuje, że emisja listów zastawnych w lokalnej walucie jest skutecznym narzędziem minimalizowania ryzyka systemowego i wspierania stabilności finansowej.
- 3) Czas dojścia do wskaźnika WFD powinien być dłuższy, zwłaszcza, że obecna struktura pasywów nie stanowi zagrożenia dla stabilności finansowej polskich banków. Zbyt duży udział emisji w euro zwiększa ryzyko systemowe, generuje asymetrię bilansową i czyni polskie banki



bardziej podatnymi na globalne zawirowania. Regulacje powinny zachęcać i sprzyjać emisjom w lokalnej walucie.

- 4) Ważnym argumentem za rozwojem rynku krajowego jest struktura kredytów hipotecznych, gdzie główną rolę odgrywają kredyty w złotych.

### 7.3. Problem substytucji przez list zastawny obligacji Skarbu Państwa

List zastawny stanowi konkurencję dla obligacji skarbowych. Wielu tradycyjnych inwestorów lokujących kapitał w obligacje skarbowe postrzega listy zastawne jako atrakcyjną klasę aktywów ze względu na ich nieznacznie wyższą rentowność względem długu rządowego, przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiej jakości kredytowej oraz korzystnej płynności. „Niewielka premia powyżej obligacji rządowych wskazuje, że papiery wartościowe są uważane za niemal tak bezpieczne jak dług suwerenny klasy AAA”<sup>217</sup>. Podstawowe cechy listów zastawnych wspierają tę wycenę<sup>218</sup>. Jakość listów zastawnych mogłaby się znacząco pogorszyć w zasadzie tylko w sytuacji dużych spadków cen mieszkań.

Europejski rynek listów zastawnych jest drugim co do wielkości rynkiem papierów o stałym dochodzie w Europie po obligacjach rządowych<sup>219</sup>. Jego rozwój wspierają czynniki instytucjonalne i popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych, poszukujących stabilnych i bezpiecznych form lokowania kapitału.

Wraz z intensywnym rozwojem rynku listów zastawnych wzrasta ryzyko wypierania przez list zastawny obligacji skarbowych. Packer, Stever, Upper wskazują, że „zabezpieczenie, czyli „pula zabezpieczająca”, jest zazwyczaj konstruowana w taki sposób, aby uzyskać najwyższy możliwy rating kredytowy AAA. W rezultacie, listy zastawne stanowią alternatywę dla obligacji rządowych krajów rozwiniętych dla inwestorów obligacyjnych zainteresowanych wyłącznie papierami wartościowymi o najwyższym ratingu”<sup>220</sup>. Jako klasa aktywów listy zastawne konkurują z obligacjami rządowymi i co warto

podkreślić, z obligacjami quasi-rządowymi emitowanymi agencje powiązane z państwem<sup>221</sup>. Rynek listów zastawnych jest dość głęboki i obejmuje ok. 1500 papierów wartościowych<sup>222</sup>. Różnorodność pod względem terminów zapadalności, walut emisji i jurysdykcji sprawia, że jest to rynek elastyczny, odpowiadający na zróżnicowane potrzeby inwestorów instytucjonalnych.

Co więcej, warto wskazać, że listy zastawne są klasą dłużnych papierów wartościowych, które mogą mieć rating wyższy od ratingu kraju. Rating kraju stanowi ocenę dla obligacji rządowych. Istnieje więc możliwość, że listy zastawne będą oceniane jako bardziej wiarygodne niż obligacje rządowe. Bierze się to z cech listu zastawnego. Listy zastawne są zabezpieczone przede wszystkim preferencyjnym roszczeniem do puli kredytów hipotecznych mieszkaniowych lub komercyjnych. Posiadaczowi listu zastawnego przysługuje prawo do podwójnego regresu: wobec emitenta i wydzielonej puli aktywów<sup>223</sup>. Ponadto są one chronione przed potencjalnym bail-in w ramach nowego systemu rozwiązywania kryzysu, co stanowi dodatkową warstwę ochrony dla tej kategorii obligacji.

Dżuryk wskazuje, że „podczas gdy w czasie kryzysu ratingi krajów są pod presją, to ratingi listów zastawnych często pozostają stabilne”<sup>224</sup>. Oznacza to, że listy zastawne wykazują relatywnie większą odporność na szoki makroekonomiczne oraz zmiany w polityce fiskalnej państw. Dzieje się tak dlatego, że ich zabezpieczenie opiera się na aktywach realnych oraz mechanizmach strukturalnych, niezależnych od sytuacji budżetowej rządów.

Atrakcyjność listów zastawnych w stosunku do obligacji rządowych podniosły w Europie w ostatnim czasie zmiany regulacyjne. W szczególności, wdrożenie dyrektywy Covered Bond Directive (CBD)<sup>225</sup> oraz jej implementacja w krajach UE przyczyniły się do zdecydowanie większej zasad emisji listów zastawnych oraz wzmocnienia ich statusu regulacyjnego.

Na problem substytucji obligacji rządowych przez listy zastawne można spojrzeć również od strony

<sup>217</sup> Jon Nicolaisen, Covered Bonds and their impact on investors, banks and the real economy, speech, <https://www.norges-bank.no/en/news-events/news/Speeches/2017/2017-04-06-nicolaisen/> [2.05.2025].

<sup>218</sup> Tamże.

<sup>219</sup> H. Stille, How to capture opportunities in the European Covered Bond market, <https://www.nordea.lu/en/professional/insights/how-to-capture-opportunities-in-the-european-covered-bond-market/> [dostęp: 5.05.2025].

<sup>220</sup> F. Packer, R. Stever, Ch. Upper, The covered bond market, BIS Quarterly Review, September 2007, s. 43.

<sup>221</sup> A. Botte, The covered bond asset class: an attractive investment compared to other high-quality liquid assets, Ostrum Asset Management – 26/04/24, s. 4.

<sup>222</sup> Tamże.

<sup>223</sup> Zob. A. Dżuryk, List zastawny jako przykład bezpiecznego hipotecznego instrumentu finansowego, Zarządzanie i Finanse, Vol. 16, No. 4/1/2018, s. 70.

<sup>224</sup> A. Dżuryk, List zastawny a stabilność..., op. cit., s. 139.

<sup>225</sup> DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi oraz zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2014/59/UE

bazy inwestorskiej. Podobnie jak w przypadku obligacji rządowych, listy zastawne chętnie są nabywane przez banki. Wynika to z faktu, że są one uznawane za bezpieczne i płynne aktywa, spełniające wysokie standardy ostrożnościowe. Co więcej, banki często wykorzystują listy zastawne jako narzędzie zarządzania płynnością, a także jako zabezpieczenie w transakcjach repo oraz w dostępie do finansowania z banków centralnych. W praktyce oznacza to, że instrumenty te znajdują się w stałym obiegu w systemie finansowym, pełniąc funkcję quasi-suwerennych papierów dłużnych.

Można sformułować tezę, że ryzyko substytucji obligacji Skarbu Państwa przez listy zastawne zależy od bieżącej sytuacji budżetowej państwa i skali potrzeb emisyjnych. W warunkach dużego zapotrzebowania na nowe emisje ze strony rządu list zastawny może być stanowić konkurencję o uwagę i zainteresowanie inwestorów. W warunkach rosnącego postrzeganego ryzyka kredytowego po stronie Skarbu Państwa, inwestorzy mogą zacząć traktować listy zastawne w kategoriach bardziej stabilnej i przewidywalnej alternatywy dla obligacji skarbowych. Zabezpieczenie hipoteczne, ścisła regulacja oraz transparentna struktura emisji mogą wzmacniać ich atrakcyjność, zwłaszcza w okresach zwiększonej niepewności fiskalnej.

W odpowiedzi na pytanie, czy listy zastawne mogą stanowić zagrożenie dla obligacji rządowych odwołujemy się do doświadczeń na niemieckich. Niemieckie listy zastawne (Pfandbriefe) konkurują z niemieckim bundami i są dla nich alternatywą. Pfandbriefe to papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, które są notowane głównie na giełdzie i można je kupować i sprzedawać każdego dnia giełdowego<sup>226</sup>. W Niem-

czech Pfandbriefe cieszą się uznaniem, zwłaszcza wśród konserwatywnych inwestorów, jako solidne inwestycje o dobrej wiarygodności kredytowej i stabilnych zyskach<sup>227</sup>.

Warto dodać jeszcze inny przykład. W okresie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro sprzed kilkunastu lat i rosnących wówczas obaw o wypłacalność państw peryferyjnych strefy euro, takich jak Grecja czy Portugalia, inwestorzy ograniczali ekspozycję na ich obligacje skarbowe, kierując środki w stronę niemieckich listów zastawnych, które zachowały wysoki rating i niską zmienność wycen.

Reasumując, wdrażanie nowego miernika WFD powinno uwzględniać pogłębioną analizę wpływu listów zastawnych na rynek długu skarbowego. W szczególności istotne będzie monitorowanie zmian w strukturze popytu inwestorów instytucjonalnych. Ważna będzie również ocena ryzyka „kannibalizacji” obligacji rządowych przez bezpieczne i atrakcyjne z punktu widzenia regulacyjnego instrumenty zabezpieczone.

Należałoby również obserwować, czy wzrost wolumenu listów zastawnych nie osłabi zdolności państwa do efektywnego finansowania potrzeb pożyczkowych. Z perspektywy rynku kapitałowego wzrost znaczenia rynku listów zastawnych może być bowiem odbierany pozytywnie (w kategoriach dywersyfikacji rynku i nowej klasy aktywów), to w wymiarze makrofinansowym może wносить poważne ryzyko dla zdolności państw do prowadzenia skutecznej. Ryzyko takiego scenariusza nie oceniamy wysoko, ale potencjalnie taki problem może się pojawić.

<sup>226</sup> <https://www.merkur-privatbank.de/wertpapiere/anleihen/pfandbrief.html> [dostęp: 2.05.2025].

<sup>227</sup> Tamże.



# Wpływ kosztów wymaganych emisji papierów dłużnych na rynek kredytów hipotecznych

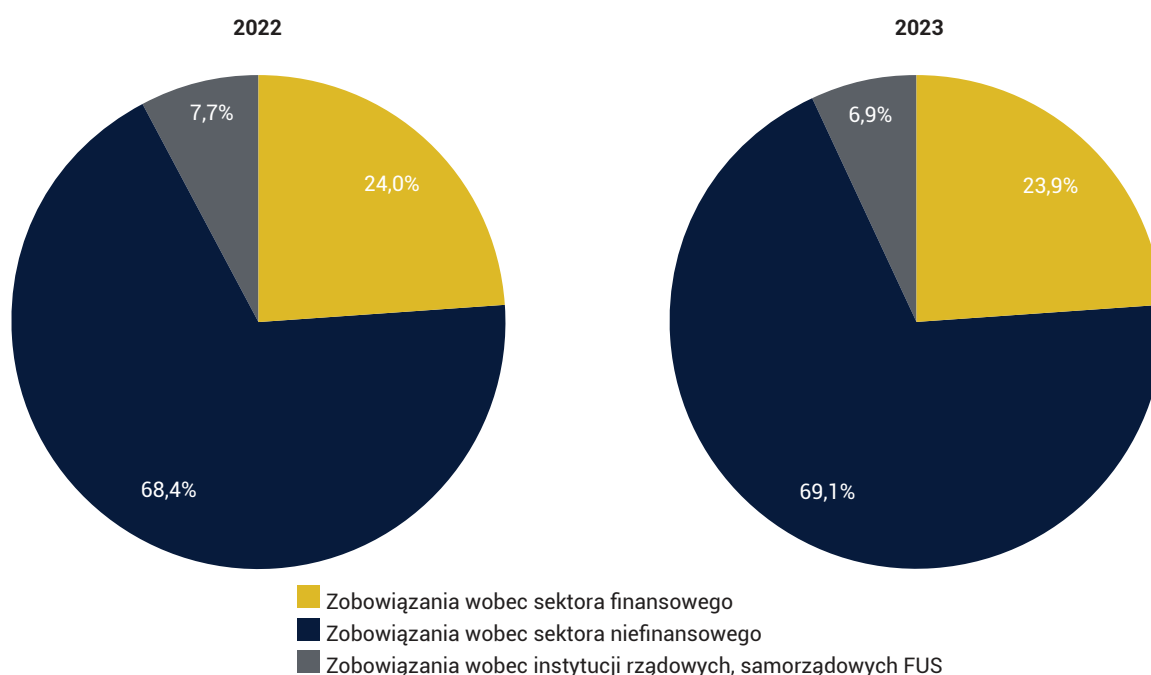


Najbardziej prawdopodobnym skutkiem (oprócz innych wymienianych w tym i innych rozdziałach) wprowadzenia Wskaźnika Finansowania Długoterminowego będzie wzrost kosztów finansowania działalności banku. Nastąpi to w wyniku emisji droższych dla banków papierów wartościowych spełniających wymogi WFD w stosunku do dotychczasowych źródeł pozyskiwania funduszy, a w szczególności depozytów. Dlatego też warto w pierwszej kolejności spojrzeć na dotychczasowe koszty finansowania

aktywów banku, a przede wszystkim wziąć pod uwagę oprocentowanie depozytów klientów.

### Oprocentowanie depozytów klientów

Depozyty stanowią zasadniczy trzon zobowiązań sektora niefinansowego. W bilansie sektora bankowego na koniec 2022 r. zobowiązania te wynosiły 68,4 %, a w grudniu 2023 r. – 69,1% zobowiązań ogółem – rysunki 8.1. i 8.2.



**Rysunek 8.1.** Struktura zobowiązań sektora bankowego na koniec 2022 r.

Źródło: Dane UKNF

**Rysunek 8.2.** Struktura zobowiązań sektora bankowego na koniec 2023 r.

Źródło: Dane UKNF

Ponadto ważny jest też wskaźnik kredyty do depozytów, gdyż pokazuje on, w jakim stopniu działalność kredytowa może być finansowana wkładami klientów. **Na koniec 2022 r. wskaźnik kredyty/depozyty wynosił 76,8%, a w grudniu 2023 r. 72,6%.** W 2024 tendencja do obniżania się tego parametru utrzymywała się. Zatem można przyjąć, że w uproszczeniu, dotychczas głównym źródłem finansowania kredytów i zarazem głównym czynnikiem cenotwórczym (wyznaczającym wysokość ich oprocentowania) były depozyty i koszty ich pozyskiwania. Oczywiście należy podkreślić, że jest to uproszczenie, gdyż czynnikami cenotwórczymi są również: poziom szkodowości kredytów, koszty bezpośrednie i pośrednie wynikające z innych źródeł finansowania (m.in. dotychczasowe emisje własne papierów dłużnych, fundusze własne – koszt kapitału i oczekiwania

uzyskiwania odpowiedniej stopy zwrotu, zobowiązania wobec sektora finansowego, publicznego) oraz koszty operacyjne udzielania i administrowania kredytami (w dużym stopniu pokrywane przez dochody prowizyjne), koszty ogólne, a także inne mniej znaczące składniki.

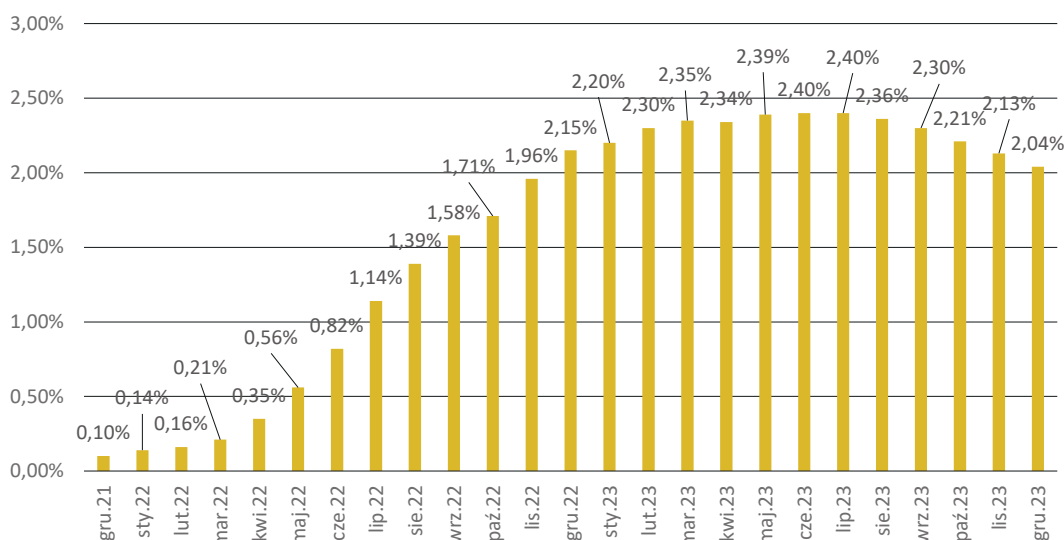
Niemniej w pierwszej kolejności należy dokonać przeglądu oprocentowania depozytów, w tym głównie pochodzących z sektora niefinansowego (w 2022 r. z tego źródła pochodziło 79,8 % wszystkich zobowiązań z tytułu depozytów i kredytów otrzymanych banków, a w 2023 r. 80,2%). Depozyty sektora niefinansowego w pełni pokrywały potrzeby całej działalności kredytowej banków (nadwyżki wynosiły odpowiednio 113,9 mld. w 2022 r. i 259,1 mld. zł w 2023 r.). Rysunki 8.3. i 8.4. pokazują średnioważone oprocentowania



depozytów za pełne lata 2022 – 2023 w odniesieniu do osób prywatnych zarówno z wkładami bieżącymi, jak i bez. Na pierwszy plan wysuwa się ta kategoria deponentów, gdyż gospodarstwa domowe stanowiły na grudzień 2022 r. 68,5% depozytów sektora niefinansowego, a na koniec 2023 r. było to 69,1%, czyli ponad 2/3. Jest to dla banków najtańszy sposób finansowania, stąd też i najatrakcyjniejszy. W analizowanym okresie (lata 2022 i 2023), w czasie obowiązywania najwyższych, rynkowych stóp procentowych, poziom oprocentowania depozytów, przy uwzględnieniu wkładów bieżących nie przekraczał 2,4%.

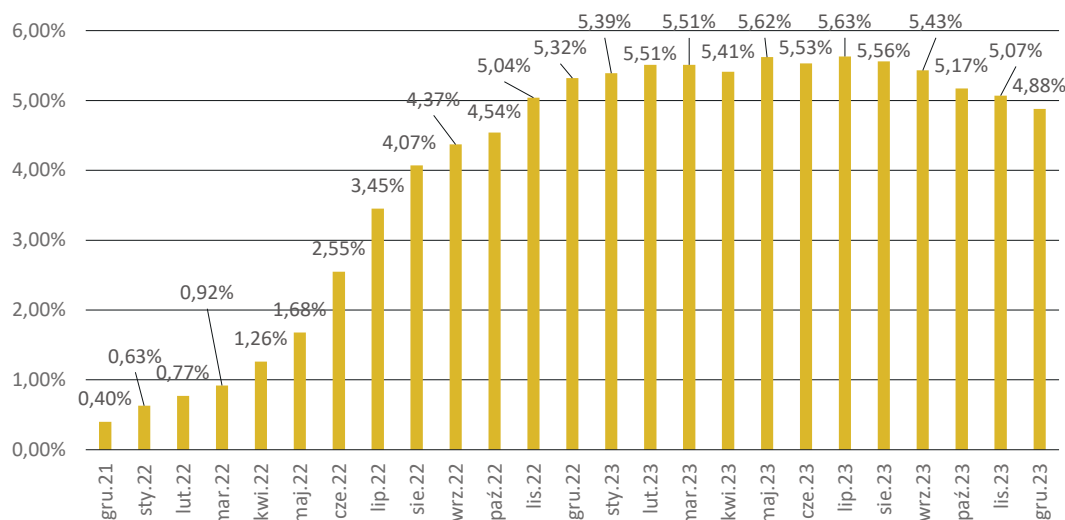
Jeśli nawiązywaliśmy do „złotej reguły płynności”, czyli analizowali finansowanie długoterminowych

aktywów przez długoterminowe pasywa, to w przypadku polskich banków pojawia się wielokrotnie w naszym raporcie omawiany problem. Notabene jest on przyczyną wdrożenia WFD, gdyż w przypadku najważniejszej formy finansowania banków, tj. depozytów klientów, praktycznie nie występują te o długim terminie wymagalności, a w odniesieniu do depozytów terminowych zdecydowanie dominują te do 1 roku. Jednakże warto tu raz jeszcze przypomnieć, że ta asymetria jest typowa dla sektora bankowego w ujęciu historycznym i światowym (uniwersalnym). Wynika to z funkcji transformacji terminów (ang. *maturity transformation*) – jednego z kluczowych zadań banków w gospodarce rynkowej. Polskim problemem jest wyjątkowa krótkość



**Rysunek 8.3.** Średnioważone oprocentowanie depozytów oferowane dla osób prywatnych, z wkładami bieżącymi

Źródło: Dane UKNF.



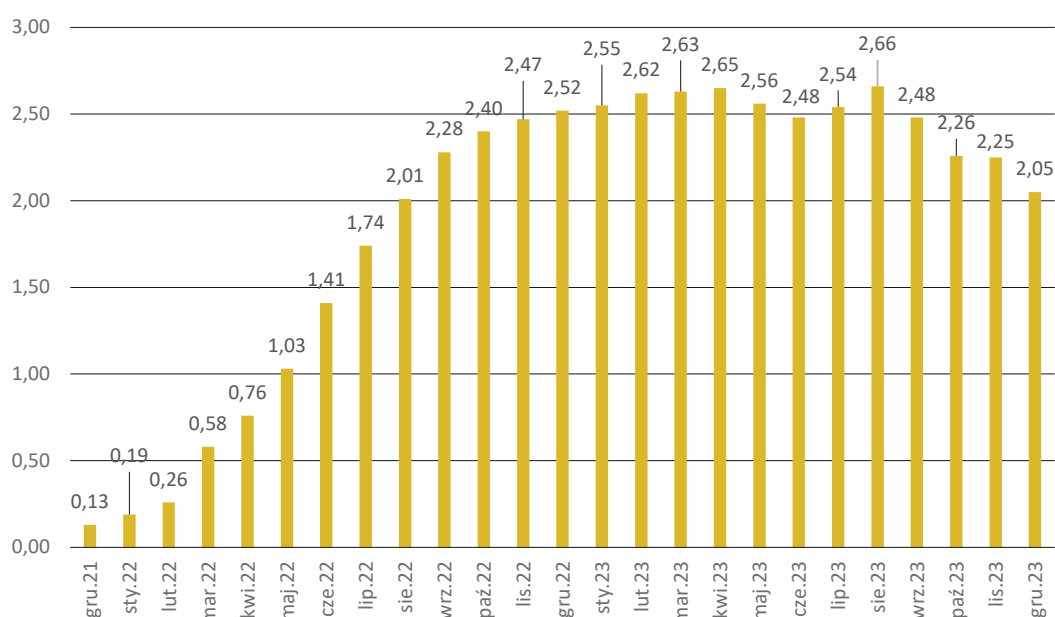
**Rysunek 8.4.** Przeciętne oferowane oprocentowanie depozytów dla osób prywatnych, bez wkładów bieżących

Źródło: Dane UKNF.

depozytów terminowych i zdecydowana dominacja wkładów bieżących. Niemniej można przyjąć, że częściowo posiłkując się zasadą kosztów krańcowych należałoby rozpatrywać oprocentowanie kredytów (zwłaszcza mieszkaniowych) pod kątem orientowania się na koszt emisji papierów dłużnych (najdroższej dla banków formy finansowania długiem) lub na koszt pozyskiwania depozytów terminowych (bez bieżących). Zaczynając od tych drugich (w przypadku gospodarstw domowych) średnioważone ich

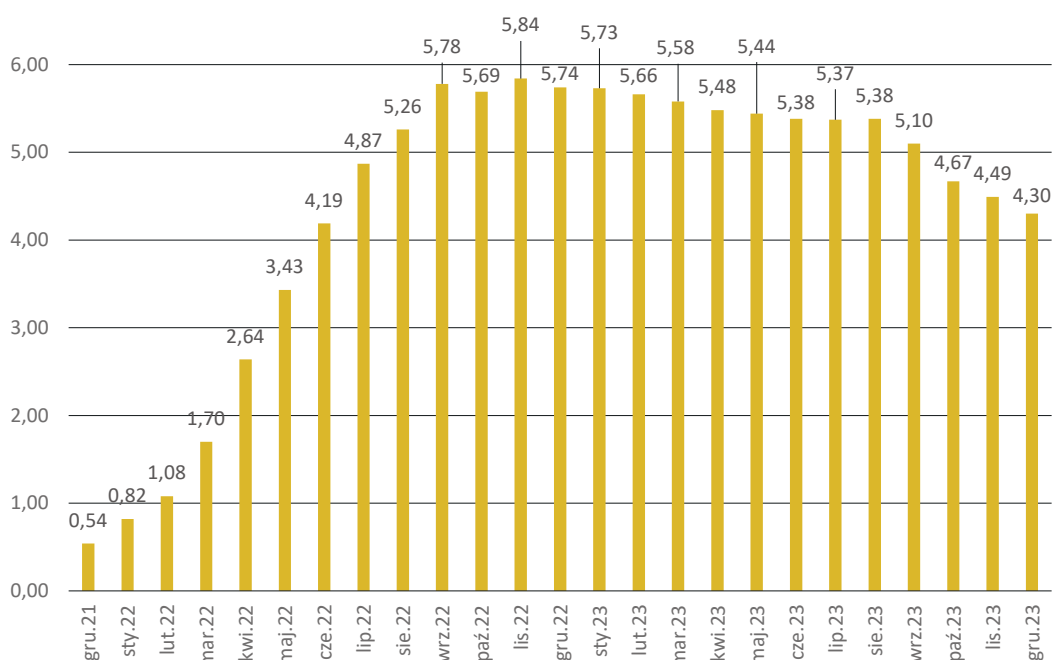
oprocentowanie w okresie 2022 i 2023 pokazane zostało na rysunku 8.4.

W latach 2022 i 2023 najwyższy poziom osiągnęło w lipcu 2023 r. tj. 5,63%. Uwzględniając pozostałą ok. 1/3 zobowiązań wobec sektora niefinansowego, należy uwzględnić również depozyty przedsiębiorstw. Dlatego też analogiczne wartości średnioważonego oprocentowania tego typu wkładów przedstawiają się w sposób wykazany na rysunkach 8.5. i 8.6.



**Rysunek 8.5.** Średnioważone oprocentowanie depozytów przedsiębiorstw, z wkładami bieżącymi

Źródło: Dane UKNF.



**Rysunek 8.6.** Średnioważone oprocentowanie depozytów przedsiębiorstw, bez wkładów bieżących

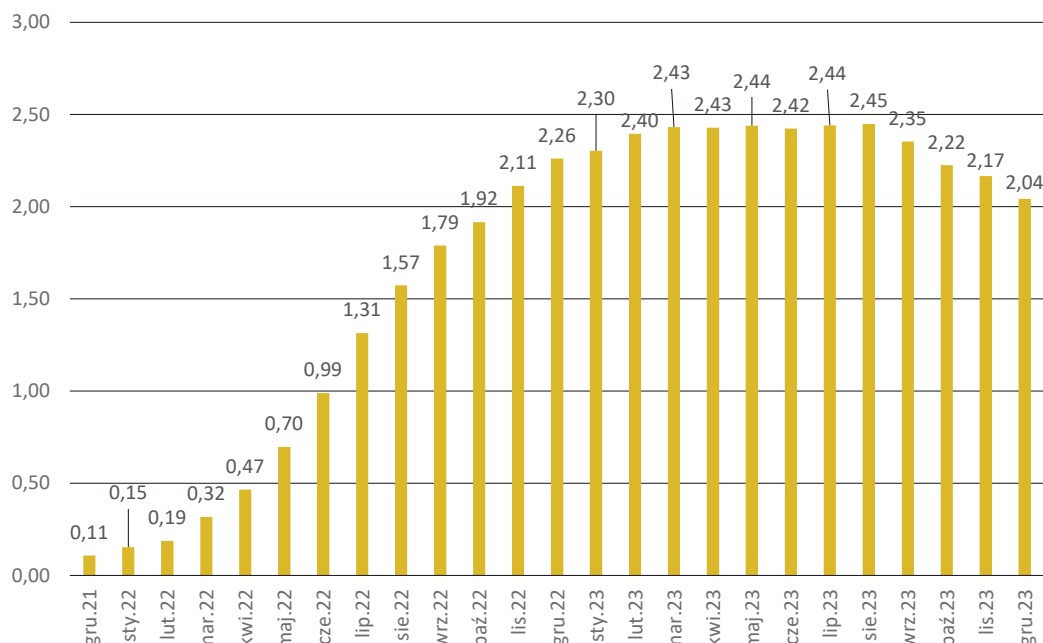
Źródło: Dane UKNF.



Oprocentowanie wkładów przedsiębiorstw, zarówno wraz, jak i bez depozytów bieżących, pozostawały na poziomie zbliżonym do osób prywatnych (z lekkimi odchyleniami in plus i in minus).

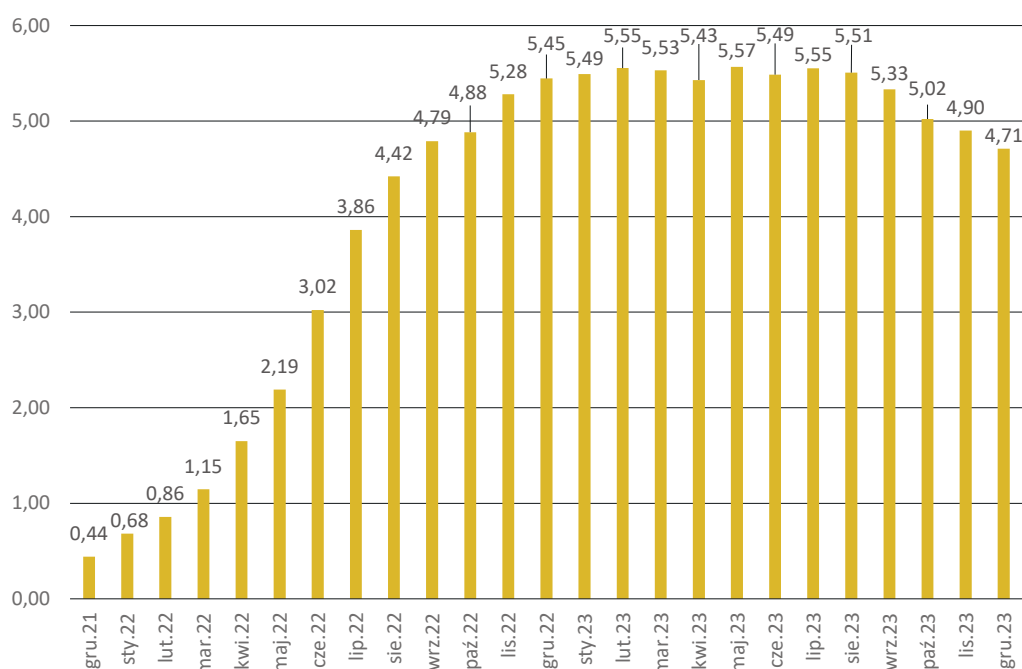
Praktycznie dla całości wysokości oprocentowania

depozytów sektora niefinansowego poziom wyznacza ważona średnia stawek dla wkładów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.<sup>228</sup> Dokonane to zostało według ich proporcji stanów obu tych kategorii raportowanych przez UKNF w ujęciu miesięcznym. Obrazują je Rysunki 8.7 i 8.8.



**Rysunek 8.7.** Średnioważone oprocentowanie depozytów sektora niefinansowego, z wkładami bieżącymi

Źródło: Dane UKNF.



**Rysunek 8.8.** Średnioważone oprocentowanie depozytów sektora niefinansowego, bez wkładów bieżących

Źródło: Dane UKNF.

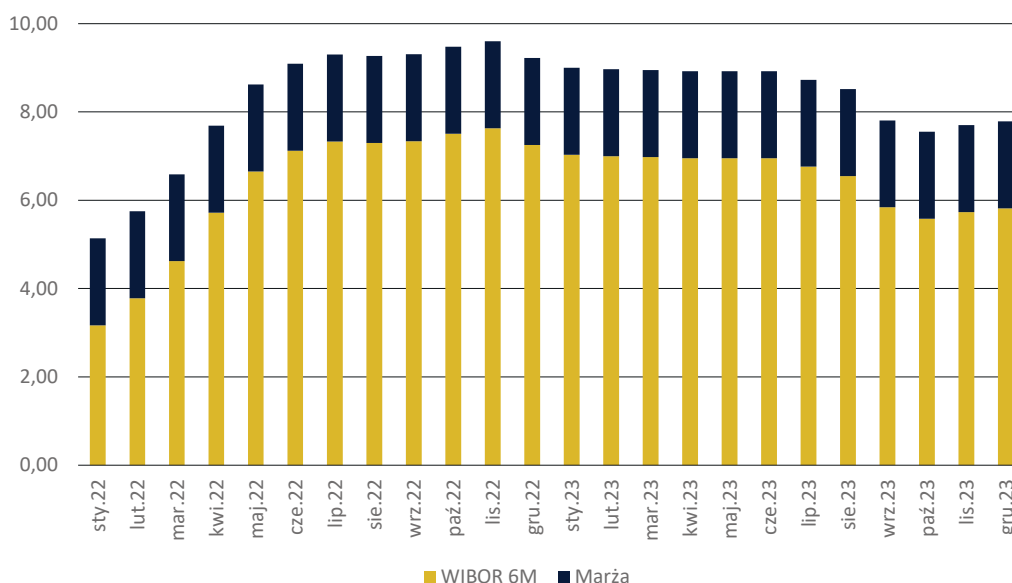
<sup>228</sup> Na depozyty sektora niefinansowego składają się wkłady gospodarstw domowych (osób prywatnych), przedsiębiorstw oraz instytucji niekomercyjnych, ale ta ostatnia kategoria w 2022 i 2023 roku stanowiła jedynie 2,2% całości i w analizie została pominięta.

W przypadku depozytów, należy również wskazać na fakt, że niosą one (zwłaszcza dla sektora niefinansowego) ze sobą konieczność pokrycia kosztów operacyjnych ich obsługi (w szczególności klientów detalicznych). Problemem jednak jest brak precyzyjnych danych dotyczących wspomnianych kosztów operacyjnych. Według różnych badań poziom tych kosztów może się wahać w przedziale od 0,5% (dla depozytów przyjmowanych w formie cyfrowej), poprzez ok. 1% (dla banków działających w formule hybrydowej) do 1,5% (dla banków tradycyjnych) ich wartości.<sup>229</sup> Zatem do dalszych analiz, w uproszczeniu, można przyjąć średnią wysokość 1% wartości przyjmowanych depozytów. Pamiętać również należy, że rozpatrywane dalej koszty obligacji bankowych i listów zastawnych w naszej analizie ograniczone zostaną do obciążeń odsetkowych, pomijając wydatki związane z samą emisją tych papierów wartościowych. Dla mniejszych banków są one relatywnie większe, ale generalnie dotychczas nie były to aż

tak znaczące pozycje.<sup>230</sup> Jednakże biorąc pod uwagę o wiele większą skalę emisji w wyniku wprowadzenia WFD oraz potrzeby szerszego wyjścia na rynki zagraniczne, koszty te będą odgrywały o wiele większą rolę.

### Oprocentowanie obligacji własnych banków

Mając obraz oprocentowania depozytów dla sektora niefinansowego, winno się je skonfrontować z kosztami odsetkowymi emisji obligacji własnych banków i listów zastawnych. W naszej analizie prezentowane wielkości przyjmują wartości orientacyjne (hipotetyczne), gdyż oparte zostały na średniej WIBOR-u 6 miesięcznego (stawki referencyjnej przyjmowanej dla obligacji ze zmienną stopą procentową) z poszczególnych miesięcy objętych badaniem i jednolitej marży 1,97% (przyjętej w uproszczeniu, gdyż jest to średnia z marż obligacji bankowych notowanych na CATALYST w kwietniu 2025 r.)<sup>231</sup>. Użyte wysokości prezentuje Rysunek 8.9.



**Rysunek 8.9.** Orientacyjne oprocentowanie obligacji własnych banków w latach 2022 – 2023

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

<sup>229</sup> V. Bhatia, S. Basu, S.K. Mitra, P. Dash, Technical Efficiency in Banks: A Review of Methods, Recent Innovations, and Future Research Agenda, "Review of Managerial Science", Volume 18/2023; Nathan, E.H. Neave, Operating Efficiency of Canadian Banks, "Journal of Financial Services Research", Volume 6/1992; F. Gökgöz, E. Yalçın, N.A. Salahaldeen, Investigating the Financial Efficiencies and Productivities of the Banking Sector, "Journal of Economic Studies" Vol. 51 No. 5, 2024; D.U.A. Galagedera, J. Watson, I.M. Premachandra, Y. Chen, Estimation of Bank Performance from Multiple Perspectives: An Alternative Solution to the Deposit Dilemma, "Journal of Productivity Analysis", Volume 56(2), 2021.

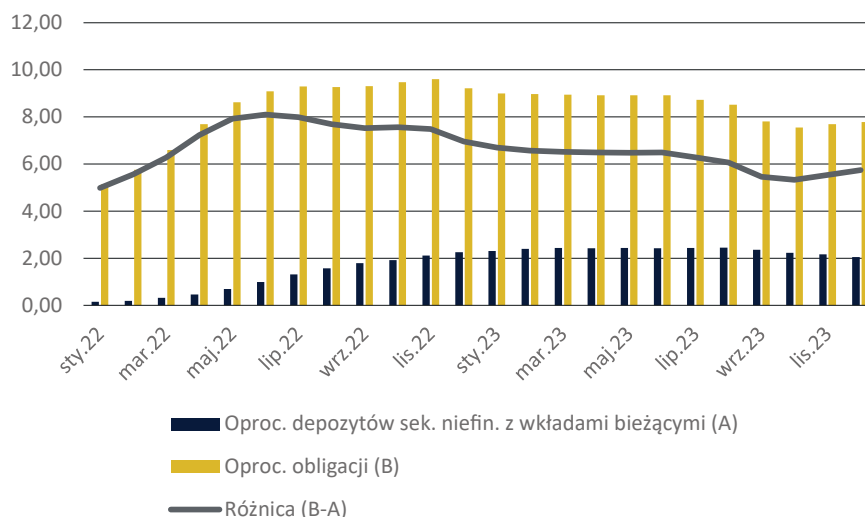
<sup>230</sup> Dla przykładu PKO Bank Polski SA emitując w 2024 r. podporządkowane 10-letnie obligacje kapitałowe o łącznej wartości nominalnej 1.500.000.000 zł (emisja realizowana w ramach Programu emisji obligacji własnych na rynku krajowym), poniósł wydatki w kwocie 137.639,74 PLN brutto (tj. z uwzględnieniem podatku VAT). Raport nr 7/2024 z 30.01.2025 r. PKO Banku Polskiego SA „Koszty emisji podporządkowanych 10-letnich obligacji kapitałowych o łącznej wartości nominalnej 1.500.000.000 zł”

<sup>231</sup> Obligacje bankowe o zmiennym oprocentowaniu (zdecydowanie dominujące) oparte są na stawce referencyjnej WIBOR 6-miesięczny. Natomiast w przypadku listów zastawnych także dominują papiery o zmiennym oprocentowaniu, natomiast trochę częściej, występuje WIBOR 3-miesięczny w stosunku do listów zastawnych z WIBOR-em 6-miesięcznym (proporcja emisji notowanych w kwietniu 2025 r.: 53% do 47%).



Przedstawiona wysokość oprocentowania obligacji znacząco odbiega od tego oferowanego klientom depozytowym – prywatnym lub przedsiębiorstwom,

nawet tylko porównując do depozytów bez wkładów bieżących. Uzyskiwane różnice (szara linia) pokazane są na Rysunku 8.10.



**Rysunek 8.10.** Różnica oprocentowania depozytów dla sektora niefinansowego (z wkładami bieżącymi) w stosunku do obligacji własnych banków

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst

Przedstawiona różnica w całym okresie znacząco przekraczała wysokość oprocentowania depozytów wraz z wkładami bieżącymi. Jeśli dodalibyśmy koszty operacyjne związane z obsługą depozytów

(w trzech wariantach – 0,5%, 1,0% i 1,5% wartości depozytów), to dalej powyższa różnica pozostaje istotna. Szczegółowe dane zawiera Tablica 8.1.

**Tablica 8.1.** Różnica pomiędzy oprocentowaniem depozytów sektora niefinansowego (z wkładami bieżącymi) w latach 2022 i 2023 w stosunku do oprocentowania obligacji własnych włącznie z kosztami operacyjnymi, wariantowo na poziomie 0,5%, 1,0% i 1,5%

| Okres  | Oproc. sektora niefin. z wkładami bieżącymi | Oprocent. obligacji | Różnica | Różnica z kosztami operac. 0,5% | Różnica z kosztami operac. 1% | Różnica z kosztami operac. 1,5% |
|--------|---------------------------------------------|---------------------|---------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| sty.22 | 0,15                                        | 5,14                | 4,99    | 4,49                            | 3,99                          | 3,49                            |
| lut.22 | 0,19                                        | 5,75                | 5,56    | 5,06                            | 4,56                          | 4,06                            |
| mar.22 | 0,32                                        | 6,59                | 6,27    | 5,77                            | 5,27                          | 4,77                            |
| kwi.22 | 0,47                                        | 7,69                | 7,22    | 6,72                            | 6,22                          | 5,72                            |
| maj.22 | 0,70                                        | 8,62                | 7,92    | 7,42                            | 6,92                          | 6,42                            |
| cze.22 | 0,99                                        | 9,09                | 8,10    | 7,60                            | 7,10                          | 6,60                            |
| lip.22 | 1,31                                        | 9,30                | 7,99    | 7,49                            | 6,99                          | 6,49                            |
| sie.22 | 1,57                                        | 9,27                | 7,70    | 7,20                            | 6,70                          | 6,20                            |
| wrz.22 | 1,79                                        | 9,31                | 7,52    | 7,02                            | 6,52                          | 6,02                            |
| paź.22 | 1,92                                        | 9,48                | 7,56    | 7,06                            | 6,56                          | 6,06                            |
| lis.22 | 2,11                                        | 9,60                | 7,49    | 6,99                            | 6,49                          | 5,99                            |

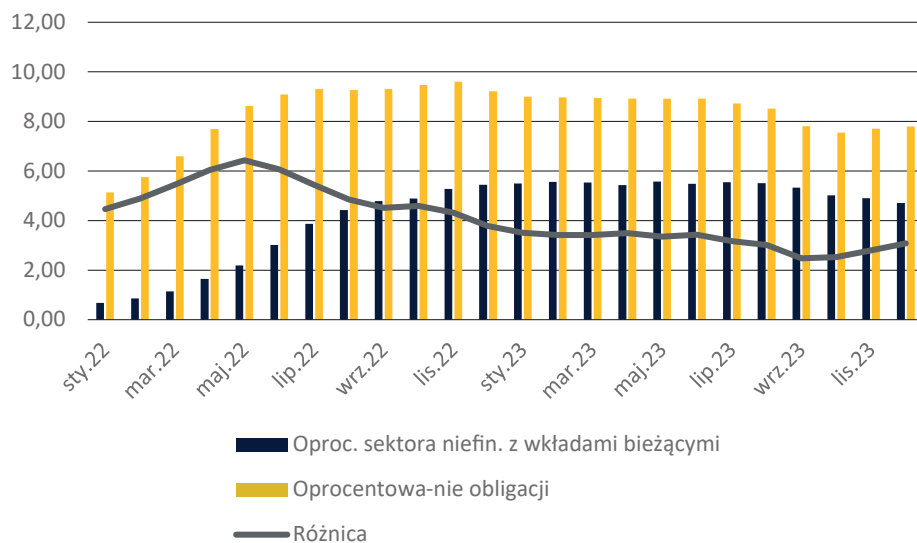
Tablica 8.1. cd

| Okres          | Oproc. sektora<br>niefin. z wkładami<br>bieżącymi | Oprocent.<br>obligacji | Różnica     | Różnica<br>z kosztami<br>operac. 0,5% | Różnica<br>z kosztami<br>operac. 1% | Różnica<br>z kosztami<br>operac. 1,5% |
|----------------|---------------------------------------------------|------------------------|-------------|---------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|
| gru.22         | 2,26                                              | 9,22                   | 6,96        | 6,46                                  | 5,96                                | 5,46                                  |
| sty.23         | 2,30                                              | 9,00                   | 6,70        | 6,20                                  | 5,70                                | 5,20                                  |
| lut.23         | 2,40                                              | 8,97                   | 6,57        | 6,07                                  | 5,57                                | 5,07                                  |
| mar.23         | 2,43                                              | 8,95                   | 6,52        | 6,02                                  | 5,52                                | 5,02                                  |
| kwi.23         | 2,43                                              | 8,92                   | 6,49        | 5,99                                  | 5,49                                | 4,99                                  |
| maj.23         | 2,44                                              | 8,92                   | 6,48        | 5,98                                  | 5,48                                | 4,98                                  |
| cze.23         | 2,42                                              | 8,92                   | 6,50        | 6,00                                  | 5,50                                | 5,00                                  |
| lip.23         | 2,44                                              | 8,73                   | 6,29        | 5,79                                  | 5,29                                | 4,79                                  |
| sie.23         | 2,45                                              | 8,52                   | 6,07        | 5,57                                  | 5,07                                | 4,57                                  |
| wrz.23         | 2,35                                              | 7,81                   | 5,46        | 4,96                                  | 4,46                                | 3,96                                  |
| paź.23         | 2,22                                              | 7,55                   | 5,33        | 4,83                                  | 4,33                                | 3,83                                  |
| lis.23         | 2,17                                              | 7,70                   | 5,53        | 5,03                                  | 4,53                                | 4,03                                  |
| gru.23         | 2,04                                              | 7,79                   | 5,75        | 5,25                                  | 4,75                                | 4,25                                  |
| <b>średnia</b> | <b>1,74</b>                                       | <b>8,37</b>            | <b>6,62</b> | <b>6,12</b>                           | <b>5,62</b>                         | <b>5,12</b>                           |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst

Powyższe zestawienie pokazuje, że średnio przy kosztach operacyjnych na poziomie 1,0% analizowana różnica wynosiłaby ponad 5,6 punktu procentowego. Analogiczne wyliczenia różnicy tylko dla

oprocentowania depozytów terminowych, czyli bez bieżących, przedstawione zostały na Rysunku 8.11 i Tablicy 8.2.



**Rysunek 8.11.** Różnica oprocentowania depozytów dla sektora niefinansowego (bez wkładów bieżących) w stosunku do obligacji własnych banków

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst



**Tabela 8.2.** Różnica pomiędzy oprocentowaniem depozytów sektora niefinansowego (bez wkładów bieżących) w latach 2022 i 2023 w stosunku do oprocentowania obligacji własnych włącznie z kosztami operacyjnymi wariantowo na poziomie 0,5%, 1,0% i 1,5%

| Okres          | Oproc. sektora<br>niefin. z wkładami<br>bieżącymi | Oprocentowanie<br>obligacji | Różnica     | Różnica<br>z kosztami<br>operac. 0,5% | Różnica<br>z kosztami<br>operac. 1% | Różnica<br>z kosztami<br>operac. 1,5% |
|----------------|---------------------------------------------------|-----------------------------|-------------|---------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|
| sty.22         | 0,68                                              | 5,14                        | 4,46        | 3,96                                  | 3,46                                | 2,96                                  |
| lut.22         | 0,86                                              | 5,75                        | 4,89        | 4,39                                  | 3,89                                | 3,39                                  |
| mar.22         | 1,15                                              | 6,59                        | 5,44        | 4,94                                  | 4,44                                | 3,94                                  |
| kwi.22         | 1,65                                              | 7,69                        | 6,04        | 5,54                                  | 5,04                                | 4,54                                  |
| maj.22         | 2,19                                              | 8,62                        | 6,43        | 5,93                                  | 5,43                                | 4,93                                  |
| cze.22         | 3,02                                              | 9,09                        | 6,07        | 5,57                                  | 5,07                                | 4,57                                  |
| lip.22         | 3,86                                              | 9,30                        | 5,44        | 4,94                                  | 4,44                                | 3,94                                  |
| sie.22         | 4,42                                              | 9,27                        | 4,85        | 4,35                                  | 3,85                                | 3,35                                  |
| wrz.22         | 4,79                                              | 9,31                        | 4,52        | 4,02                                  | 3,52                                | 3,02                                  |
| paź.22         | 4,88                                              | 9,48                        | 4,60        | 4,10                                  | 3,60                                | 3,10                                  |
| lis.22         | 5,28                                              | 9,60                        | 4,32        | 3,82                                  | 3,32                                | 2,82                                  |
| gru.22         | 5,45                                              | 9,22                        | 3,77        | 3,27                                  | 2,77                                | 2,27                                  |
| sty.23         | 5,49                                              | 9,00                        | 3,51        | 3,01                                  | 2,51                                | 2,01                                  |
| lut.23         | 5,55                                              | 8,97                        | 3,42        | 2,92                                  | 2,42                                | 1,92                                  |
| mar.23         | 5,53                                              | 8,95                        | 3,42        | 2,92                                  | 2,42                                | 1,92                                  |
| kwi.23         | 5,43                                              | 8,92                        | 3,49        | 2,99                                  | 2,49                                | 1,99                                  |
| maj.23         | 5,57                                              | 8,92                        | 3,35        | 2,85                                  | 2,35                                | 1,85                                  |
| cze.23         | 5,49                                              | 8,92                        | 3,43        | 2,93                                  | 2,43                                | 1,93                                  |
| lip.23         | 5,55                                              | 8,73                        | 3,18        | 2,68                                  | 2,18                                | 1,68                                  |
| sie.23         | 5,51                                              | 8,52                        | 3,01        | 2,51                                  | 2,01                                | 1,51                                  |
| wrz.23         | 5,33                                              | 7,81                        | 2,48        | 1,98                                  | 1,48                                | 0,98                                  |
| paź.23         | 5,02                                              | 7,55                        | 2,53        | 2,03                                  | 1,53                                | 1,03                                  |
| lis.23         | 4,90                                              | 7,70                        | 2,80        | 2,30                                  | 1,80                                | 1,30                                  |
| gru.23         | 4,71                                              | 7,79                        | 3,08        | 2,58                                  | 2,08                                | 1,58                                  |
| <b>średnia</b> | <b>4,26</b>                                       | <b>8,37</b>                 | <b>4,11</b> | <b>3,61</b>                           | <b>3,11</b>                         | <b>2,61</b>                           |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst

Obliczone różnice są niższe o ok. 1,5 punktu procentowego w stosunku do oprocentowania depozytów uwzględniających wkłady bieżące, jednak dalej pozostają istotne. Zatem finansowanie poprzez emisję obligacji własnych banków jest ewidentnie znacząco droższe, nawet tylko w stosunku do depozytów terminowych co najmniej o ok. 3 punkty procentowe, dodatkowo po uwzględnieniu kosztów operacyjnych.

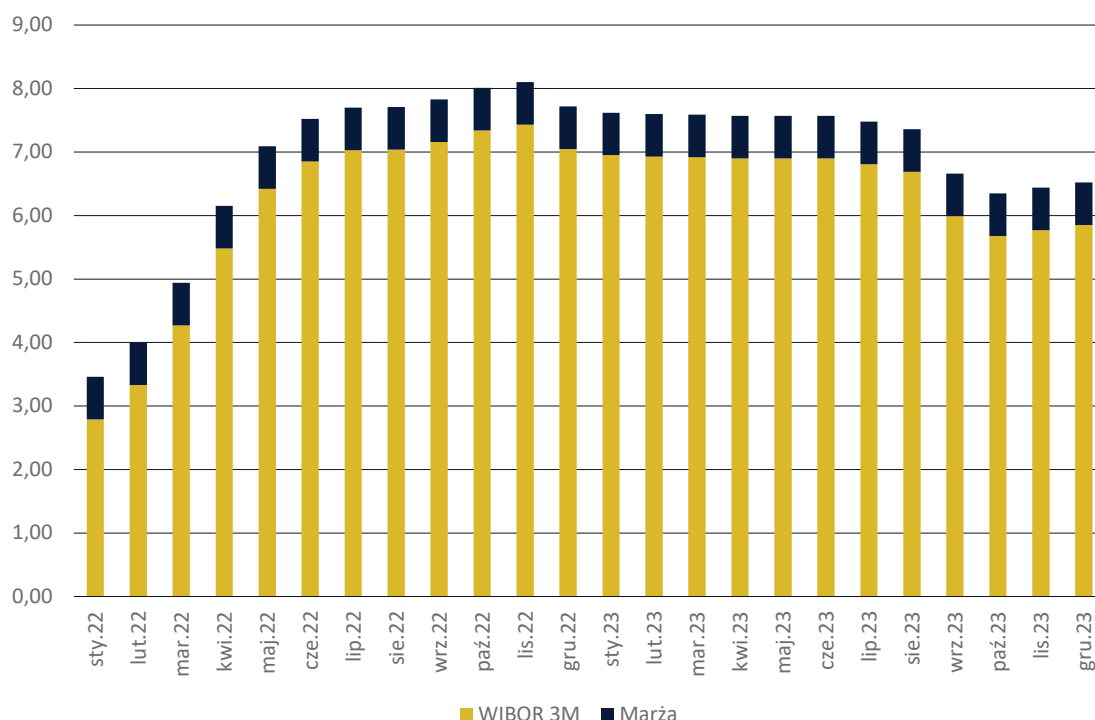
Jednakże faktyczne finansowanie banków opiera się na całym portfelu depozytowym, wraz z wkładami bieżącymi, i te dane winny być podstawą rozważań.

#### Oprocentowanie listów zastawnych

W odniesieniu do emisji listów zastawnych, analogiczne obliczenia kosztowe należałoby

rozpatrywać w dwóch wariantach (bazujących na zdecydowanie dominujących emisjach z zmienną stopą procentową). Pierwszy wariant dotyczy stawki referencyjnej w postaci WIBOR-u 3 miesięcznego (53-procentowy udział w złotych emisjach listów zastawnych ze zmienną stopą procentową notowanych w kwietniu 2025 r.)

i drugi: WIBOR-u 6 miesięcznego (47%). Poziom orientacyjnego (hipotetycznego) oprocentowania listów zastawnych z stawką 3-miesięcznego WIBOR-u przedstawia Rysunek 8.12. Zastosowana średnia marża wyliczona została na podstawie emisji notowanych w kwietniu 2025 r. i wynosiła 0,67 punktu procentowego.

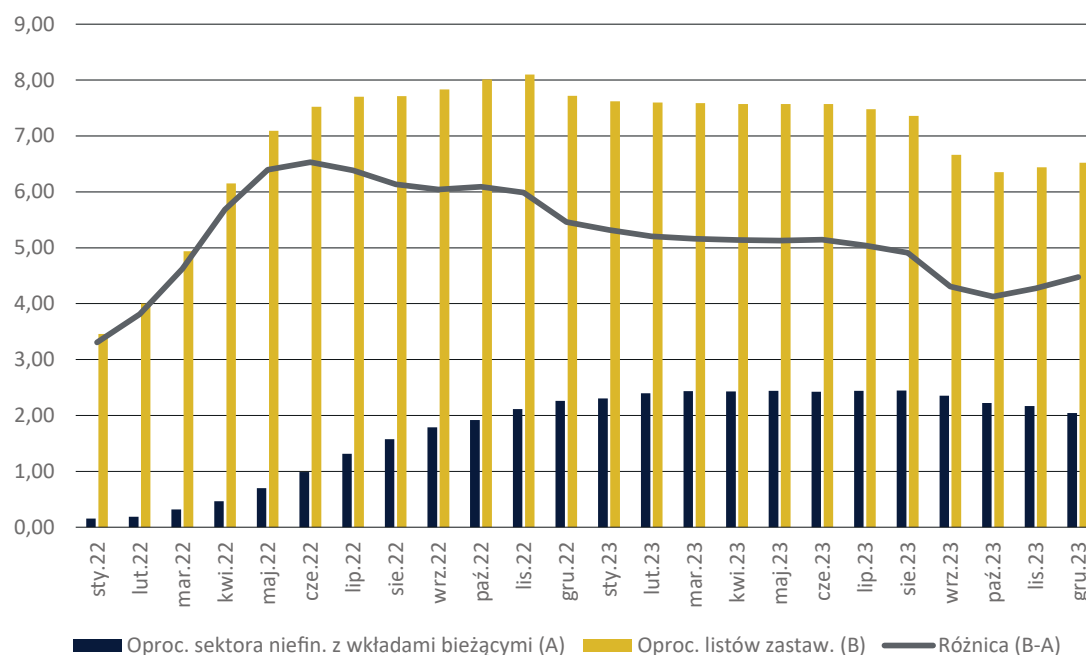


**Rysunek 8.12.** Poziom orientacyjnego oprocentowania listów zastawnych ze stawką 3-miesięcznego WIBOR-u i średnią marżą dla okresu 2022 i 2023

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst

Listy zastawne ze zmienną stopą procentową oparte o WIBOR 3-miesięczny odznaczały się wyraźnie niższą bieżącą stopą procentową niż zaprezentowane wcześniej obligacje. Wynika to z faktu, że zarówno stawki WIBOR-u 3-miesięcznego były niższe, jak i zastosowana marża (0,67 wobec 1,97 punktu procentowego dla obligacji). W tej sytuacji także różnica

między oprocentowaniem depozytów i listów zastawnych przybierała mniejsze wartości o prawie 1,5 punktu procentowego (5,20 wobec 6,62 dla wariantu finansowania depozytowego z wkładami bieżącymi), niemniej była nadal bardzo znaczna. Graficznie obrazuje to Rysunek 8.13, a liczbowo Tablica 8.3.



**Rysunek 8.13.** Różnica oprocentowania depozytów dla sektora niefinansowego (z wkładami bieżącymi) w stosunku do listów zastawnych (WIBOR 3M)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst

**Tabela 8.3.** Różnica pomiędzy oprocentowaniem depozytów sektora niefinansowego (z wkładami bieżącymi) w latach 2022 i 2023 w stosunku do oprocentowania listów zastawnych (WIBOR 3M), włącznie z kosztami operacyjnymi, na poziomie 0,5%, 1,0% i 1,5%

| Okres  | Oproc. depozytów sek. niefin. z wkładami bieżącymi (A) | Oproc. listów zastaw. (B) | Różnica (B-A) | Różnica z kosztami operac. 0,5% | Różnica z kosztami operac. 1% | Różnica z kosztami operac. 1,5% |
|--------|--------------------------------------------------------|---------------------------|---------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| sty.22 | 0,15                                                   | 3,46                      | 3,31          | 2,81                            | 2,31                          | 1,81                            |
| lut.22 | 0,19                                                   | 4,00                      | 3,81          | 3,31                            | 2,81                          | 2,31                            |
| mar.22 | 0,32                                                   | 4,94                      | 4,62          | 4,12                            | 3,62                          | 3,12                            |
| kwi.22 | 0,47                                                   | 6,15                      | 5,68          | 5,18                            | 4,68                          | 4,18                            |
| maj.22 | 0,70                                                   | 7,09                      | 6,39          | 5,89                            | 5,39                          | 4,89                            |
| cze.22 | 0,99                                                   | 7,52                      | 6,53          | 6,03                            | 5,53                          | 5,03                            |
| lip.22 | 1,31                                                   | 7,70                      | 6,39          | 5,89                            | 5,39                          | 4,89                            |
| sie.22 | 1,57                                                   | 7,71                      | 6,14          | 5,64                            | 5,14                          | 4,64                            |
| wrz.22 | 1,79                                                   | 7,83                      | 6,04          | 5,54                            | 5,04                          | 4,54                            |
| paź.22 | 1,92                                                   | 8,01                      | 6,09          | 5,59                            | 5,09                          | 4,59                            |
| lis.22 | 2,11                                                   | 8,10                      | 5,99          | 5,49                            | 4,99                          | 4,49                            |
| gru.22 | 2,26                                                   | 7,72                      | 5,46          | 4,96                            | 4,46                          | 3,96                            |
| sty.23 | 2,30                                                   | 7,62                      | 5,32          | 4,82                            | 4,32                          | 3,82                            |
| lut.23 | 2,40                                                   | 7,60                      | 5,20          | 4,70                            | 4,20                          | 3,70                            |
| mar.23 | 2,43                                                   | 7,59                      | 5,16          | 4,66                            | 4,16                          | 3,66                            |



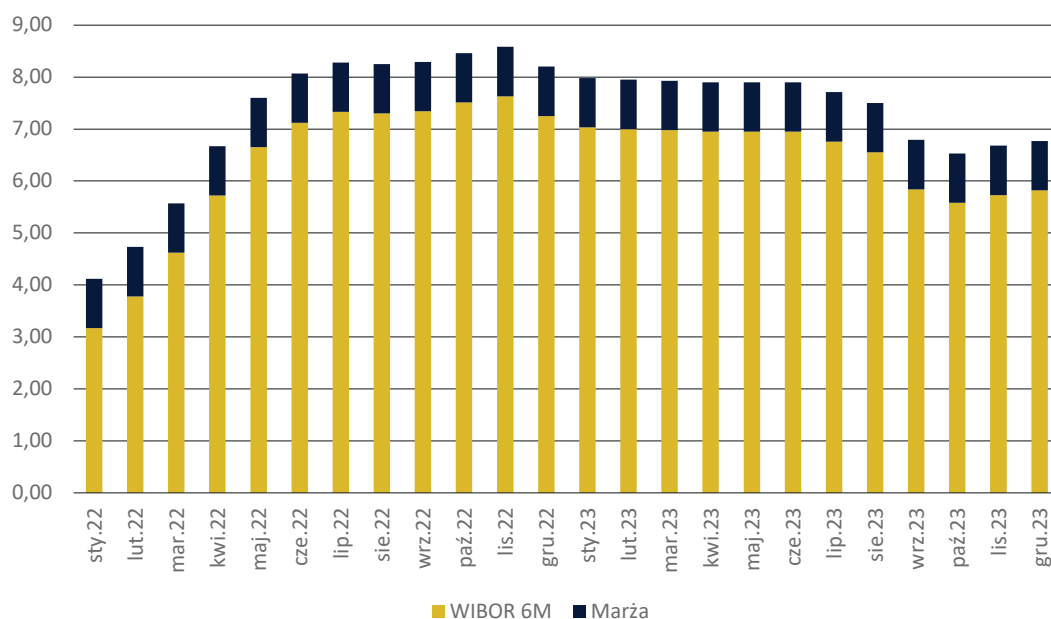
Tablica 8.3. cd

| Okres          | Oproc. depozytów<br>sek. niefin.<br>z wkładami<br>bieżącymi (A) | Oproc. listów<br>zastaw. (B) | Różnica<br>(B-A) | Różnica<br>z kosztami<br>operac. 0,5% | Różnica<br>z kosztami<br>operac. 1% | Różnica<br>z kosztami<br>operac. 1,5% |
|----------------|-----------------------------------------------------------------|------------------------------|------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|
| kwi.23         | 2,43                                                            | 7,57                         | 5,14             | 4,64                                  | 4,14                                | 3,64                                  |
| maj.23         | 2,44                                                            | 7,57                         | 5,13             | 4,63                                  | 4,13                                | 3,63                                  |
| cze.23         | 2,42                                                            | 7,57                         | 5,15             | 4,65                                  | 4,15                                | 3,65                                  |
| lip.23         | 2,44                                                            | 7,48                         | 5,04             | 4,54                                  | 4,04                                | 3,54                                  |
| sie.23         | 2,45                                                            | 7,36                         | 4,91             | 4,41                                  | 3,91                                | 3,41                                  |
| wrz.23         | 2,35                                                            | 6,66                         | 4,31             | 3,81                                  | 3,31                                | 2,81                                  |
| paź.23         | 2,22                                                            | 6,35                         | 4,13             | 3,63                                  | 3,13                                | 2,63                                  |
| lis.23         | 2,17                                                            | 6,44                         | 4,27             | 3,77                                  | 3,27                                | 2,77                                  |
| gru.23         | 2,04                                                            | 6,52                         | 4,48             | 3,98                                  | 3,48                                | 2,98                                  |
| <b>Średnia</b> | <b>1,74</b>                                                     | <b>6,94</b>                  | <b>5,20</b>      | <b>4,70</b>                           | <b>4,20</b>                         | <b>3,70</b>                           |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalist

Niewiele mniej było emisji listów zastawnych ze zmienną stopą procentową opartą na stawce WIBOR-u 6-miesięcznego. Tak jak to wcześniej zaznaczono, poziomy tego indeksu były nieco wyższe niż WIBOR-u 3M, natomiast marża (również obliczona jako średnia z emisji notowanych na Catalist

w kwietniu 2025 r.) kształtowała się na poziomie 0,95 punktu procentowego. To więcej niż dla poprzedniej kategorii listów zastawnych, ale wyraźnie mniej niż dla obligacji bankowych. Stosowne wielkości dla okresu lat 2022 i 2023 prezentuje Rysunek 8.14.



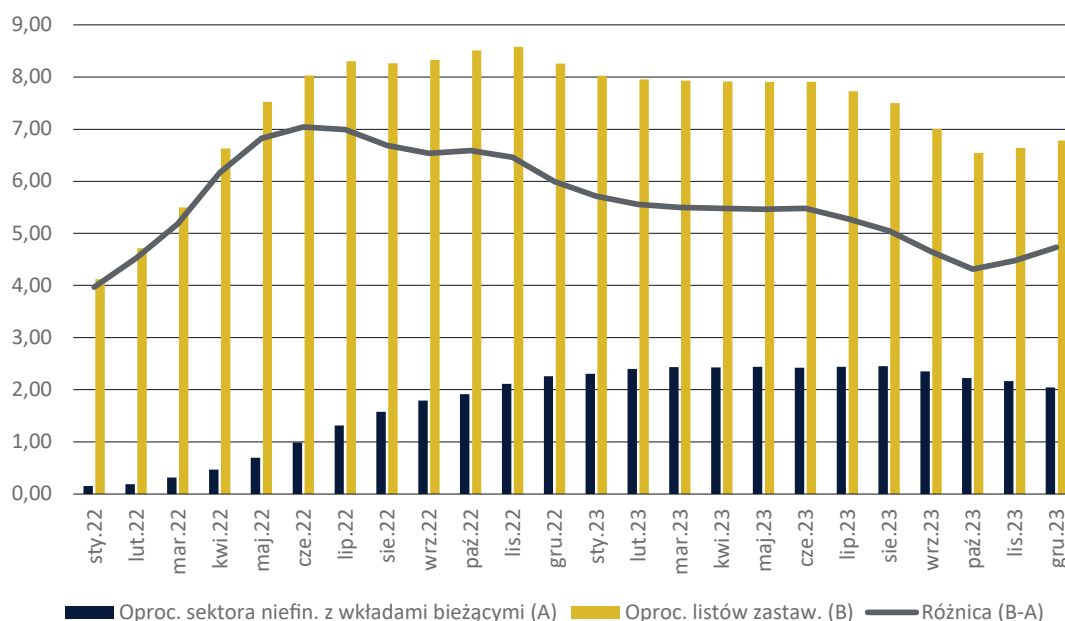
**Rysunek 8.14.** Poziom orientacyjny oproc. listów zastawnych z stawką 6-miesięcznego WIBOR-u i średnią marżą dla okresu 2022 i 2023

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalist



Obraz prezentowany przez listy zastawne zawierające WIBOR 6M lokuje koszty finansowania banku w tej postaci pomiędzy dwie wcześniej pokazane możliwości. Różnica pomiędzy tym oprocentowaniem

a kosztami depozytów od sektora niefinansowego z wkładami bieżącymi wynosi 5,61 (patrz Rysunek 8.15 i Tablica 8.4).



**Rysunek 8.15.** Różnica oprocentowania depozytów dla sektora niefinansowego (z wkładami bieżącymi) w stosunku do listów zastawnych (WIBOR 6M)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst

**Tabela 8.4.** Różnica pomiędzy oprocentowaniem depozytów sektora niefinansowego (z wkładami bieżącymi) w latach 2022 i 2023 w stosunku do oprocentowania listów zastawnych (WIBOR 6M), włącznie z kosztami operacyjnymi, na poziomie 0,5%, 1,0% i 1,5%

| Okres  | Oproc. depozyt. sek. niefin. z wkładami bieżącymi (A) | Oproc. listów zastaw. (B) | Różnica (B-A) | Różnica z kosztami operac. 0,5% | Różnica z kosztami operac. 1% | Różnica z kosztami operac. 1,5% |
|--------|-------------------------------------------------------|---------------------------|---------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| sty.22 | 0,15                                                  | 4,12                      | 3,97          | 3,47                            | 2,97                          | 2,47                            |
| lut.22 | 0,19                                                  | 4,71                      | 4,52          | 4,02                            | 3,52                          | 3,02                            |
| mar.22 | 0,32                                                  | 5,50                      | 5,18          | 4,68                            | 4,18                          | 3,68                            |
| kwi.22 | 0,47                                                  | 6,63                      | 6,16          | 5,66                            | 5,16                          | 4,66                            |
| maj.22 | 0,70                                                  | 7,52                      | 6,82          | 6,32                            | 5,82                          | 5,32                            |
| cze.22 | 0,99                                                  | 8,03                      | 7,04          | 6,54                            | 6,04                          | 5,54                            |
| lip.22 | 1,31                                                  | 8,30                      | 6,98          | 6,48                            | 5,98                          | 5,48                            |
| sie.22 | 1,57                                                  | 8,26                      | 6,68          | 6,18                            | 5,68                          | 5,18                            |
| wrz.22 | 1,79                                                  | 8,32                      | 6,53          | 6,03                            | 5,53                          | 5,03                            |
| paź.22 | 1,92                                                  | 8,50                      | 6,59          | 6,09                            | 5,59                          | 5,09                            |
| lis.22 | 2,11                                                  | 8,57                      | 6,46          | 5,96                            | 5,46                          | 4,96                            |
| gru.22 | 2,26                                                  | 8,25                      | 5,99          | 5,49                            | 4,99                          | 4,49                            |



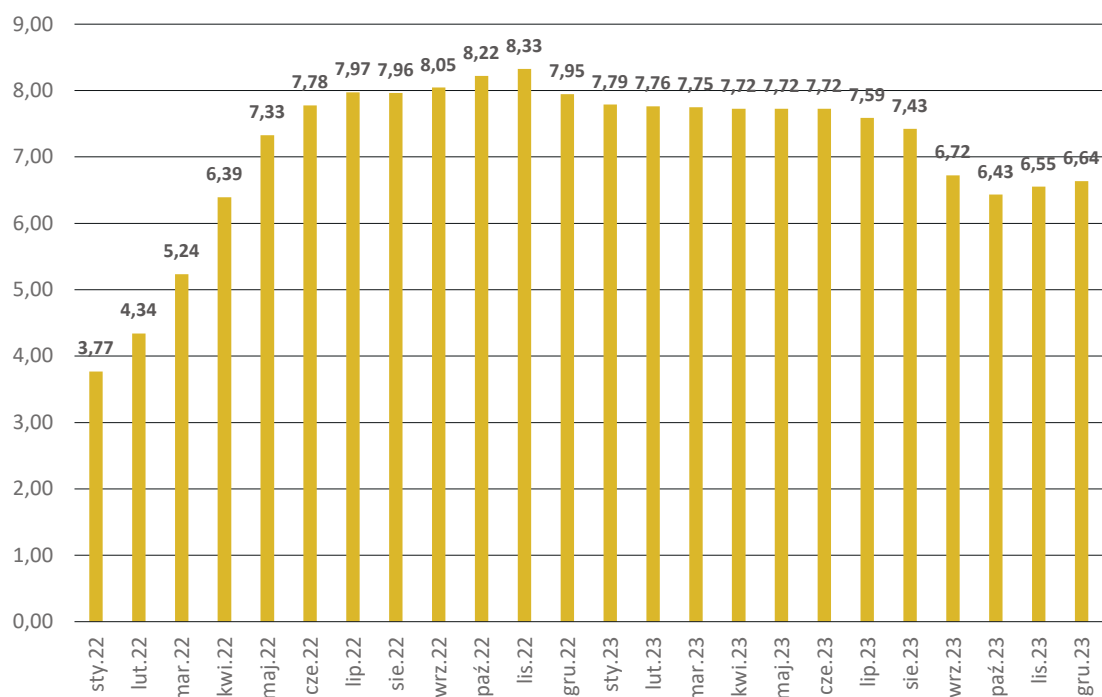
Tablica 8.4. cd

| Okres          | Oproc. depozyt. sek. niefin. z wkładami bieżącymi (A) | Oproc. listów zastaw. (B) | Różnica (B-A) | Różnica z kosztami operac. 0,5% | Różnica z kosztami operac. 1% | Różnica z kosztami operac. 1,5% |
|----------------|-------------------------------------------------------|---------------------------|---------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| sty.23         | 2,30                                                  | 8,02                      | 5,71          | 5,21                            | 4,71                          | 4,21                            |
| lut.23         | 2,40                                                  | 7,95                      | 5,55          | 5,05                            | 4,55                          | 4,05                            |
| mar.23         | 2,43                                                  | 7,93                      | 5,49          | 4,99                            | 4,49                          | 3,99                            |
| kwi.23         | 2,43                                                  | 7,91                      | 5,48          | 4,98                            | 4,48                          | 3,98                            |
| maj.23         | 2,44                                                  | 7,90                      | 5,46          | 4,96                            | 4,46                          | 3,96                            |
| cze.23         | 2,42                                                  | 7,90                      | 5,48          | 4,98                            | 4,48                          | 3,98                            |
| lip.23         | 2,44                                                  | 7,72                      | 5,28          | 4,78                            | 4,28                          | 3,78                            |
| sie.23         | 2,45                                                  | 7,49                      | 5,04          | 4,54                            | 4,04                          | 3,54                            |
| wrz.23         | 2,35                                                  | 7,00                      | 4,65          | 4,15                            | 3,65                          | 3,15                            |
| paź.23         | 2,22                                                  | 6,54                      | 4,31          | 3,81                            | 3,31                          | 2,81                            |
| lis.23         | 2,17                                                  | 6,64                      | 4,47          | 3,97                            | 3,47                          | 2,97                            |
| gru.23         | 2,04                                                  | 6,78                      | 4,73          | 4,23                            | 3,73                          | 3,23                            |
| <b>Średnia</b> | <b>1,74</b>                                           | <b>7,35</b>               | <b>5,61</b>   | <b>5,11</b>                     | <b>4,61</b>                   | <b>4,11</b>                     |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst

Pozostaje zatem wyliczenie średnioważonych wielkości (według przyjętej proporcji) dla finansowania listami zastawnymi opartymi na stawkach

WIBOR 3M i WIBOR 6M. Zbiorcze oprocentowanie osiągałoby poziomy przedstawione na Rysunku 8.16.

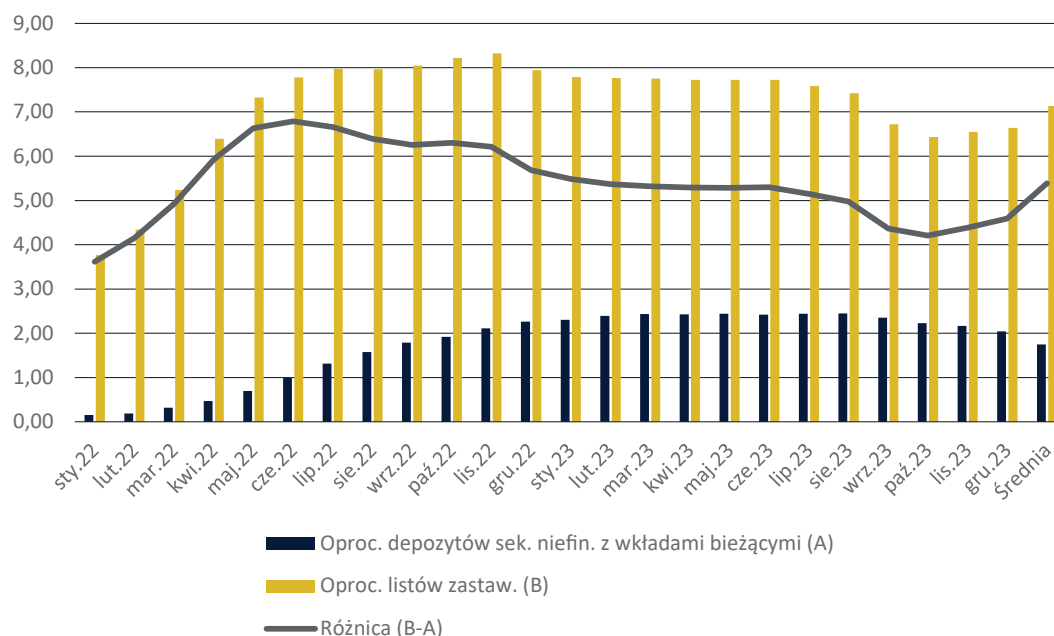


**Rysunek 8.16.** Poziom orientacyjnego oprocentowania listów zastawnych ze stawką 3 i 6-miesięcznego WIBOR-u oraz średnią marżą dla okresu 2022 i 2023

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst



W tych okolicznościach średnia różnica pomiędzy finansowaniem poprzez depozyty wraz z wkładami bieżącymi i listami zastawnymi wynosiłaby 5,39 punktu procentowego (patrz Rysunek 8.17 i Tablica 8.5).



**Rysunek 8.17.** Różnica oprocentowania depozytów dla sektora niefinansowego (z wkładami bieżącymi) w stosunku do listów zastawnych (WIBOR 3M i 6M)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst

**Tabela 8.5.** Różnica pomiędzy oprocentowaniem depozytów sektora niefinansowego (z wkładami bieżącymi) w latach 2022 i 2023 w stosunku do oprocentowania listów zastawnych (WIBOR 3M i 6M), włącznie z kosztami operacyjnymi, na poziomie 0,5%, 1,0% i 1,5%

| Okres  | Oproc. depozytów sek. niefin. z wkładami bieżącymi (A) | Oproc. listów zastaw. (B) | Różnica (B-A) | Różnica z kosztami operac. 0,5% | Różnica z kosztami operac. 1% | Różnica z kosztami operac. 1,5% |
|--------|--------------------------------------------------------|---------------------------|---------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| sty.22 | 0,15                                                   | 3,77                      | 3,62          | 3,12                            | 2,62                          | 2,12                            |
| lut.22 | 0,19                                                   | 4,34                      | 4,15          | 3,65                            | 3,15                          | 2,65                            |
| mar.22 | 0,32                                                   | 5,24                      | 4,92          | 4,42                            | 3,92                          | 3,42                            |
| kwi.22 | 0,47                                                   | 6,39                      | 5,93          | 5,43                            | 4,93                          | 4,43                            |
| maj.22 | 0,70                                                   | 7,33                      | 6,63          | 6,13                            | 5,63                          | 5,13                            |
| cze.22 | 0,99                                                   | 7,78                      | 6,79          | 6,29                            | 5,79                          | 5,29                            |
| lip.22 | 1,31                                                   | 7,97                      | 6,66          | 6,16                            | 5,66                          | 5,16                            |
| sie.22 | 1,57                                                   | 7,96                      | 6,39          | 5,89                            | 5,39                          | 4,89                            |
| wrz.22 | 1,79                                                   | 8,05                      | 6,26          | 5,76                            | 5,26                          | 4,76                            |
| paź.22 | 1,92                                                   | 8,22                      | 6,30          | 5,80                            | 5,30                          | 4,80                            |
| lis.22 | 2,11                                                   | 8,33                      | 6,21          | 5,71                            | 5,21                          | 4,71                            |
| gru.22 | 2,26                                                   | 7,95                      | 5,68          | 5,18                            | 4,68                          | 4,18                            |
| sty.23 | 2,30                                                   | 7,79                      | 5,48          | 4,98                            | 4,48                          | 3,98                            |



Tablica 8.5. cd

| Okres          | Oproc. depozytów sek. niefin. z wkładami bieżącymi (A) | Oproc. listów zastaw. (B) | Różnica (B-A) | Różnica z kosztami operac. 0,5% | Różnica z kosztami operac. 1% | Różnica z kosztami operac. 1,5% |
|----------------|--------------------------------------------------------|---------------------------|---------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| lut.23         | 2,40                                                   | 7,76                      | 5,37          | 4,87                            | 4,37                          | 3,87                            |
| mar.23         | 2,43                                                   | 7,75                      | 5,32          | 4,82                            | 4,32                          | 3,82                            |
| kwi.23         | 2,43                                                   | 7,72                      | 5,30          | 4,80                            | 4,30                          | 3,80                            |
| maj.23         | 2,44                                                   | 7,72                      | 5,28          | 4,78                            | 4,28                          | 3,78                            |
| cze.23         | 2,42                                                   | 7,72                      | 5,30          | 4,80                            | 4,30                          | 3,80                            |
| lip.23         | 2,44                                                   | 7,59                      | 5,15          | 4,65                            | 4,15                          | 3,65                            |
| sie.23         | 2,45                                                   | 7,43                      | 4,98          | 4,48                            | 3,98                          | 3,48                            |
| wrz.23         | 2,35                                                   | 6,72                      | 4,37          | 3,87                            | 3,37                          | 2,87                            |
| paź.23         | 2,22                                                   | 6,43                      | 4,21          | 3,71                            | 3,21                          | 2,71                            |
| lis.23         | 2,17                                                   | 6,55                      | 4,39          | 3,89                            | 3,39                          | 2,89                            |
| gru.23         | 2,04                                                   | 6,64                      | 4,59          | 4,09                            | 3,59                          | 3,09                            |
| <b>Średnia</b> | <b>1,74</b>                                            | <b>7,13</b>               | <b>5,39</b>   | <b>4,89</b>                     | <b>4,39</b>                   | <b>3,89</b>                     |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF i Catalyst

Reasumując: średni koszt finansowania kredytów depozytami w bankach w latach 2022 i 2023 wynosił 1,74% (włącznie z wkładami bieżącymi), a po doliczeniu kosztów operacyjnych ok. 2,74%. Natomiast hipotetyczny średni koszt finansowania za pośrednictwem obligacji własnych banków wynosiłby 8,37%, co dawałoby różnicę 6,63 punktu procentowego (z kosztami operacyjnymi 5,63). Natomiast w wariantcie listów zastawnych te wielkości wyniosłyby odpowiednio 5,39 i 4,39.

### Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych

Po przeglądzie faktycznych i hipotetycznych kosztów finansowania działalności kredytowej banków, kolejnym krokiem jest analiza oprocentowania kredytów mieszkaniowych. Rysunek 8.18 prezentuje te wielkości za lata 2022 i 2023 w przekroju kredytów ze zmienną i stałą (lub okresowo stałą) stopą procentową.

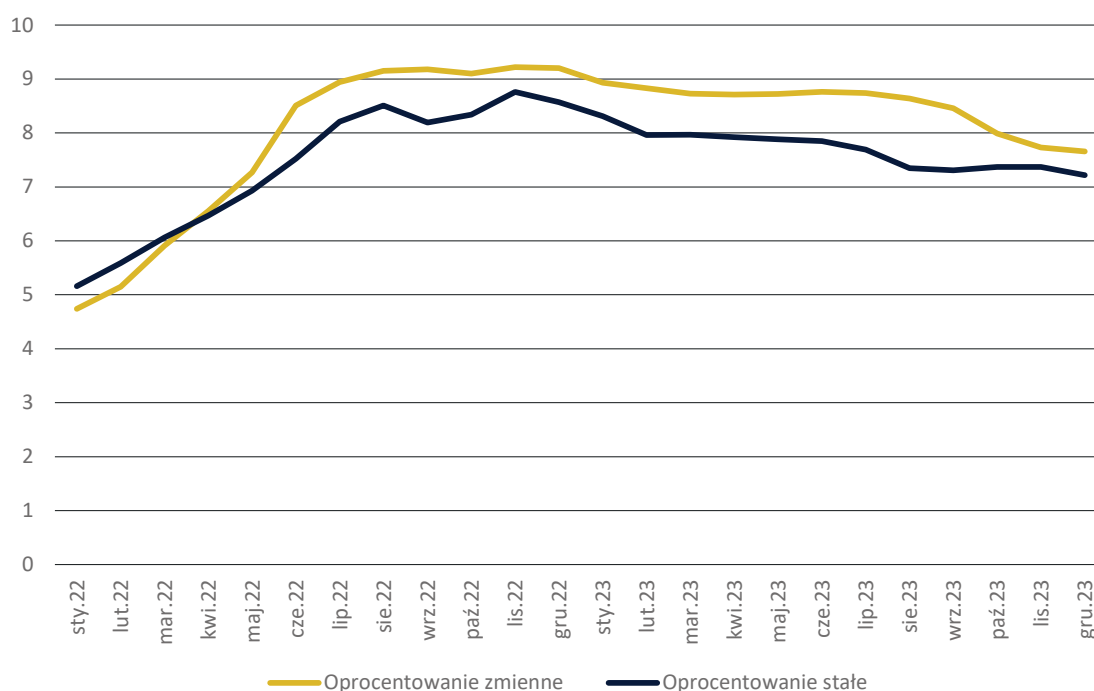
Przedstawione zestawienie odzwierciedla zmienność oprocentowania kredytów mieszkaniowych w okresie 2022 i 2023 r. oraz relacje, jakie zachodziły pomiędzy tymi o zmiennej i stałej (okresowo stałej) stopie procentowej. Z punktu widzenia niniejszej analizy najważniejsze są jednak relacje oprocentowania kredytów o zmiennej stopie (Rysunek 8.19 i Tablica 8.6) w stosunku do kosztów

ich finansowania. Chodzi przede wszystkim o oprocentowanie obligacji i listów zastawnych. Kwestia depozytów długoterminowych, gwarantowanych przez BFG (również uwzględnionych w konstrukcji WFD), ma dotychczas w polskim systemie bankowym tak marginalne znaczenie, że została pominięta.

Zwraca uwagę sytuacja, że koszty obligacji w większości podokresów przewyższałyby oprocentowanie kredytów, czyli przychody odsetkowe nie pokrywałyby nawet tylko samych kosztów odsetkowych, nie mówiąc o kosztach operacyjnych, marży zysku itd. W przypadku listów zastawnych uzyskanoby *spread* na poziomie jednego procenta, ale to także nie pokryłoby wszystkich kosztów.

Dla kredytów ze stałą stopą procentową (czasowo stałą) sytuacja kształtowałaby się (co najmniej w rozpatrywanym okresie) zdecydowanie gorzej. Jednakże trzeba mieć na uwadze, że porównywanie instrumentów finansowych o różnej konstrukcji jest nieuprawnione z metodologicznego punktu widzenia. Dlatego też, tego zestawienia nie przedstawiamy.

Zatem bliżej przyjrzymy się różnicom pomiędzy różnymi formami finansowania a oprocentowaniem kredytów mieszkaniowych. Przede wszystkim wyróżnia

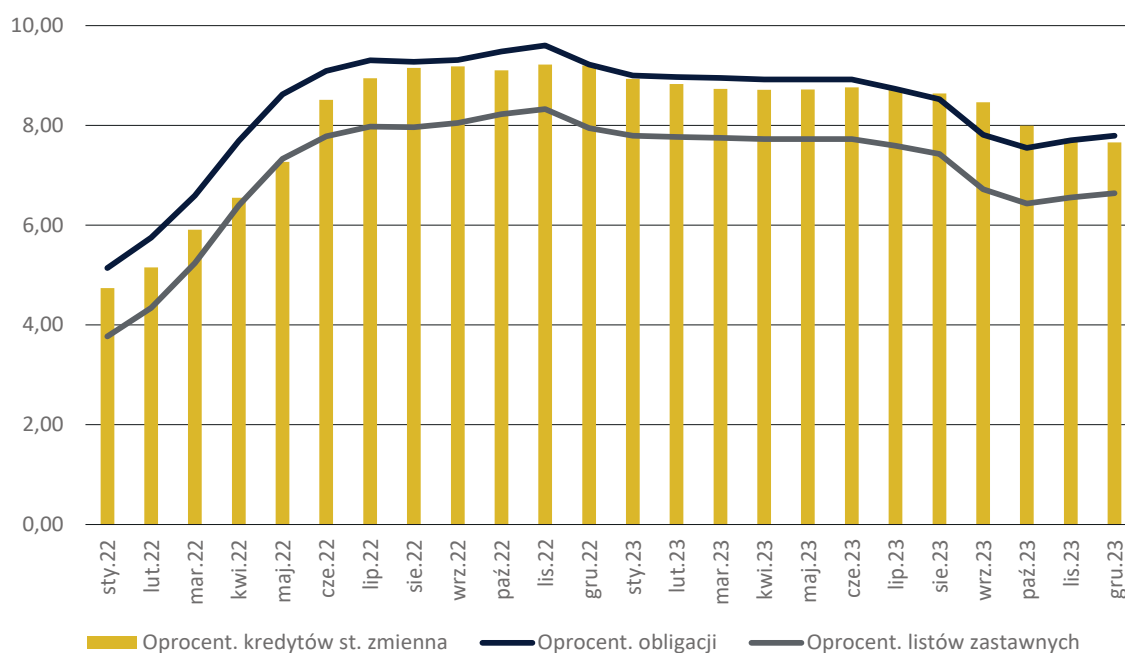


**Rysunek 8.18.** Średnie oprocentowanie w momencie udzielenia, ważone wartością nominalną udzielonych kredytów mieszkaniowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF

się ujemny *spread* w przypadku obligacji własnych, średnio na poziomie -0,25 punktu procentowego. Za-tem posiłkując się ogólnym wskaźnikiem 40% przy-jętym w przypadku WFD (pomijając kapitały własne, finansowanie MREL i niższą wagę 0,9 dla kredytów

o stałej stopie procentowej), to aby uzyskać ten sam finalny wynik finansowy banku, jak przy finansowa-niu kredytów w 100% depozytami, to wysokość opro-centowania kredytów (całego portfela) musiałaby być wyższa:



**Rysunek 8.19.** Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych o zmiennej stopie procentowej w stosunku do kosztów obli-gacji i listów zastawnych w latach 2022 i 2023

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF



- 1) dla obligacji o ok. 2,65 punktu procentowego, przy uwzględnieniu kosztów operacyjnych obsługi depozytów 1,65;
  - 2) dla listów zastawnych o 2,15 punktu procentowego, uwzględniając koszty operacyjne 1,15.
- Powyższe wielkości są wynikiem porównania różnic w średnim oprocentowaniu depozytów oraz obligacji własnych banków lub listów zastawnych, a także wzięciem pod uwagę kosztów operacyjnych obsługi depozytów (patrz Tablica 8.6).

**Tabela 8.6.** Porównanie oprocentowania depozytów, obligacji i listów zastawnych w latach 2022 i 2023

| Okres          | Oprocent. kredytów st. zmienna (A) | Oprocent. obligacji (B) | Oprocent. listów zastawnych (C) | Oprocent. depozytów sek. niefin. z wkład. bież. (D) | Różnica (A-B) | Różnica (A-C) | Różnica (A-D) |
|----------------|------------------------------------|-------------------------|---------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| sty.22         | 4,74                               | 5,14                    | 3,77                            | 0,15                                                | -0,40         | 0,97          | 4,59          |
| lut.22         | 5,15                               | 5,75                    | 4,34                            | 0,19                                                | -0,60         | 0,81          | 4,96          |
| mar.22         | 5,91                               | 6,59                    | 5,24                            | 0,32                                                | -0,68         | 0,67          | 5,59          |
| kwi.22         | 6,55                               | 7,69                    | 6,39                            | 0,47                                                | -1,14         | 0,16          | 6,08          |
| maj.22         | 7,27                               | 8,62                    | 7,33                            | 0,70                                                | -1,35         | -0,06         | 6,57          |
| cze.22         | 8,51                               | 9,09                    | 7,78                            | 0,99                                                | -0,58         | 0,73          | 7,52          |
| lip.22         | 8,94                               | 9,30                    | 7,97                            | 1,31                                                | -0,36         | 0,97          | 7,63          |
| sie.22         | 9,15                               | 9,27                    | 7,96                            | 1,57                                                | -0,12         | 1,19          | 7,58          |
| wrz.22         | 9,18                               | 9,31                    | 8,05                            | 1,79                                                | -0,13         | 1,13          | 7,39          |
| paź.22         | 9,10                               | 9,48                    | 8,22                            | 1,92                                                | -0,38         | 0,88          | 7,18          |
| lis.22         | 9,22                               | 9,60                    | 8,33                            | 2,11                                                | -0,38         | 0,90          | 7,11          |
| gru.22         | 9,20                               | 9,22                    | 7,95                            | 2,26                                                | -0,02         | 1,26          | 6,94          |
| sty.23         | 8,93                               | 9,00                    | 7,79                            | 2,30                                                | -0,07         | 1,14          | 6,63          |
| lut.23         | 8,83                               | 8,97                    | 7,76                            | 2,40                                                | -0,14         | 1,07          | 6,43          |
| mar.23         | 8,73                               | 8,95                    | 7,75                            | 2,43                                                | -0,22         | 0,98          | 6,30          |
| kwi.23         | 8,71                               | 8,92                    | 7,72                            | 2,43                                                | -0,21         | 0,99          | 6,28          |
| maj.23         | 8,72                               | 8,92                    | 7,72                            | 2,44                                                | -0,20         | 1,00          | 6,28          |
| cze.23         | 8,76                               | 8,92                    | 7,72                            | 2,42                                                | -0,16         | 1,04          | 6,34          |
| lip.23         | 8,74                               | 8,73                    | 7,59                            | 2,44                                                | 0,01          | 1,15          | 6,30          |
| sie.23         | 8,64                               | 8,52                    | 7,43                            | 2,45                                                | 0,12          | 1,21          | 6,19          |
| wrz.23         | 8,46                               | 7,81                    | 6,72                            | 2,35                                                | 0,65          | 1,74          | 6,11          |
| paź.23         | 7,99                               | 7,55                    | 6,43                            | 2,22                                                | 0,44          | 1,56          | 5,77          |
| lis.23         | 7,73                               | 7,70                    | 6,55                            | 2,17                                                | 0,03          | 1,18          | 5,56          |
| gru.23         | 7,66                               | 7,79                    | 6,64                            | 2,04                                                | -0,13         | 1,02          | 5,62          |
| <b>średnia</b> | <b>8,12</b>                        | <b>8,37</b>             | <b>7,13</b>                     | <b>1,74</b>                                         | <b>-0,25</b>  | <b>0,99</b>   | <b>6,37</b>   |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF



Przedstawione wielkości są hipotetyczne i uproszczone, gdyż wskaźnik WFD w liczniku przewiduje oprócz listów zastawnych i/lub obligacji, także czasowe utrzymanie nadwyżki kapitałowej (części funduszy własnych) oraz finansowania spełniającego wymogi MREL, a w mianowniku kredyty mieszkaniowe ze stałą stopą procentową mają minimalnie niższą wagę niż te ze zmienną stopą. Jednakże dokonanie nawet symulacji hipotetycznego wyższego poziomu stóp procentowych kredytów mieszkaniowych w okresie lat 2022 i 2023 byłoby bardzo trudne do spełnienia. Wynika to z faktu, że docelowe wymogi MREL zaczęły obowiązywać od 1 stycznia 2024 r., a także otwarta pozostawałaby kwestia uwzględnienia nadwyżki kapitałowej – jaką przyjąć dla niej miarę. Stąd też poniżej przedstawiamy wyniki symulacji stóp procentowych dla lat 2022 i 2023 przy założeniach:

- całkowitego wyłączenia nadwyżki kapitałowej z licznika WFD (zgodnie z intencją KNF – docelowego usunięcia tej wielkości ze wskaźnika);
- uwzględnienia finansowania MREL na poziomie 32,68% udziału w liczniku WFD<sup>232</sup>;
- pozostałą część licznika WFD wypełniają listy zastawne lub obligacje;
- w mianowniku WFD: średni udział (lata 2022-2023) kredytów ze stałą (czasowo stałą) stopą procentową w portfelu kredytów mieszkaniowych wynosił ok. 16,25%.<sup>233</sup>

**Uwzględniając powyższe hipotetyczne założenia, długoterminowe finansowanie dodatkowymi listami zastawnymi lub obligacjami w latach 2022 i 2023 winno pokrywać 26,5% portfela kredytów mieszkaniowych. Zatem miałyby to wpływ na oprocentowanie kredytów (gdyby banki chciały i mogły zrekomensować sobie wyższe koszty finansowania), to cały portfel kredytów mieszkaniowych winien być wyżej oprocentowany o 1,69 punktu procentowego.** Oczywiście nie można zmienić oprocentowania wszystkich czynnych kredytów mieszkaniowych ze względu na wprowadzenie WFD, pozostaje podwyżka dla nowych kredytów. Niewykluczone zatem, że nowe kredyty mogą być jeszcze droższe niż szacunkowe wskazanie 1,69 punktu procentowego. W tym miejscu należy wyraźnie stwierdzić, co potwierdziły badania zagraniczne, że banki są w stanie przerzucić do 90% swoich zwiększonych obciążeń na klientów.<sup>234</sup> Dlatego też dużą część utraconej marży banki skompensują sobie poprzez obniżkę oprocentowania depozytów oraz (pewnie w mniejszym stopniu) zmniejszeniem wyników finansowych.

Przeprowadzona analiza pokazuje, jak daleko idące skutki będzie miała decyzja o wprowadzeniu WFD. W początkowym okresie uwzględnienie nadwyżki kapitałowej w liczniku tego wskaźnika złagodzi efekt szokowy, ale trzeba pamiętać, że intencją KNF jest usunięcie tej wielkości z WFD. Pozostanie wtedy praktycznie jedynie finansowanie MREL plus dodatkowe, kosztowne dla banków emisje listów zastawnych lub jeszcze droższych obligacji.

<sup>232</sup> Analiza sytuacji sektora bankowego w kontekście wymogu WFD, 09/07/2024, Zespół Badań u Analiz ZBP, Warszawa 2024, s. 18.

<sup>233</sup> Lata 2022 i 2023 to okres intensywnego wzrostu kredytów mieszkaniowych z stałą (okresowo stałą) stopą procentową, ale od bardzo niskiego średniego poziomu 6% na początku 2022 r. i ponad 33% pod koniec 2023 r. Dane UKNF.

<sup>234</sup> U. Albertazzi, L. Gambacorta, *Bank profitability and taxation*, "Journal of Banking & Finance", no. 34(11)/2010.



# Wpływ WFD na bilanse banków komercyjnych w kontekście nadpłynności, struktury walutowej oraz rentowności

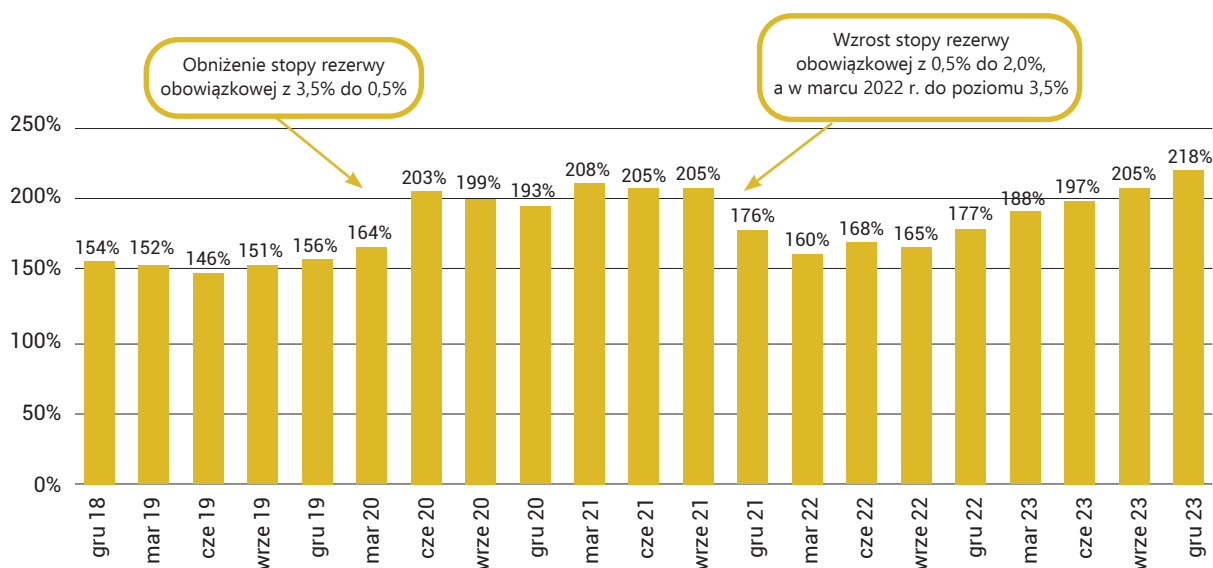




### 9.1. Wpływ WFD na bilanse banków komercyjnych w kontekście nadpłynności

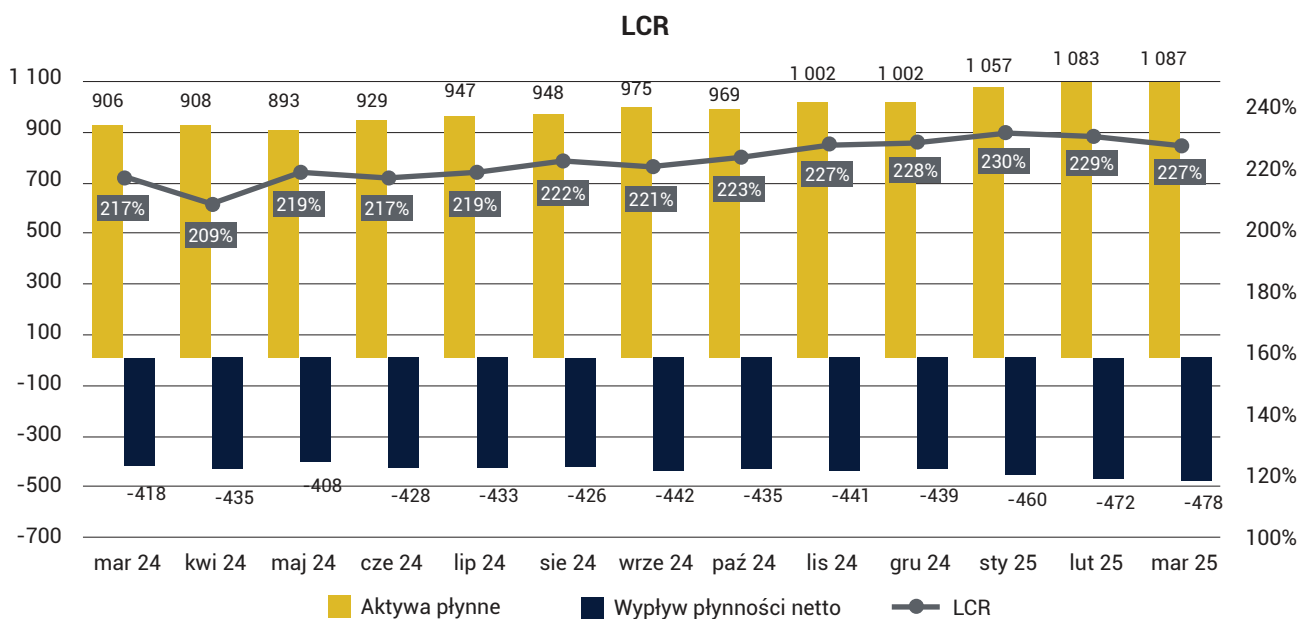
Nie ma wątpliwości, że sektor bankowy w Polsce znajduje się w stanie nadpłynności. Ta nadpłynność ma charakter strukturalny, a potwierdzają to wprost nadzór bankowy (KNF) i NBP w swoich corocznych raportach na temat sektora finansowego i jego stabilności.<sup>235</sup> Jednakże przede wszystkim potwier-

dzają to stosowne wskaźniki płynności, wspomagane wskaźnikami struktury bilansów banków oraz adekwatności kapitałowej. Od lat poziomy wskaźnika płynności krótkoterminowej (LCR) znacząco przewyższają minimalną normę (100%), w skali nawet przekraczającej jego dwukrotność (dla banków komercyjnych w szczególności, np. na koniec lipca 2024 r. było to 231%). Kształtowanie się wskaźnika LCR od 2018 r. przedstawiają



Rysunek 9.1. Poziom wskaźnika LCR w latach 2018–2023

Źródło: Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2023 r., UKNF



Rysunek 9.2. Poziom wskaźnika LCR – 2024–2025

Źródło: Dane miesięczne sektora bankowego według stanu na koniec marca 2025 r., UKNF

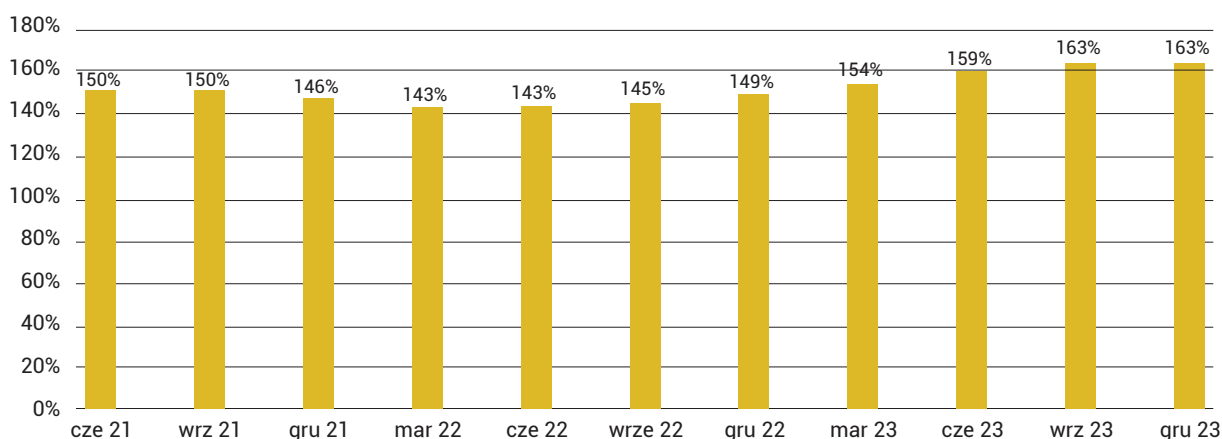
<sup>235</sup> Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2023 r., UKNF, październik 2024, Raport o stabilności systemu finansowego, NBP, Grudzień 2024,

Rysunki 9.1. i 9.2 Zjawisko to miało stałą tendencję wzrostową do początku 2025 r., kiedy to ustabilizowało się na bardzo wysokim poziomie ok. 230%. Jedynie zakłócenia wystąpiły w związku z czasowym obniżeniem stopy rezerw obowiązkowych.

Tak znaczna nadwyżka LCR ponad próg regulacyjny (609 mld zł na koniec marca 2025 r.) związana była z ogromną ekspozycją na łatwo zbywalne obligacje skarbowe i bony pieniężne NBP. Tak w pierwszym przypadku zasobność banków w obligacje wynika z ich podaży (ogromnych potrzeb finansowania długu Skarbu Państwa), stymulacji podatkowej w postaci podatku bankowego (z którego zwolnione są aktywa banków utrzymywane w tych obligacjach)

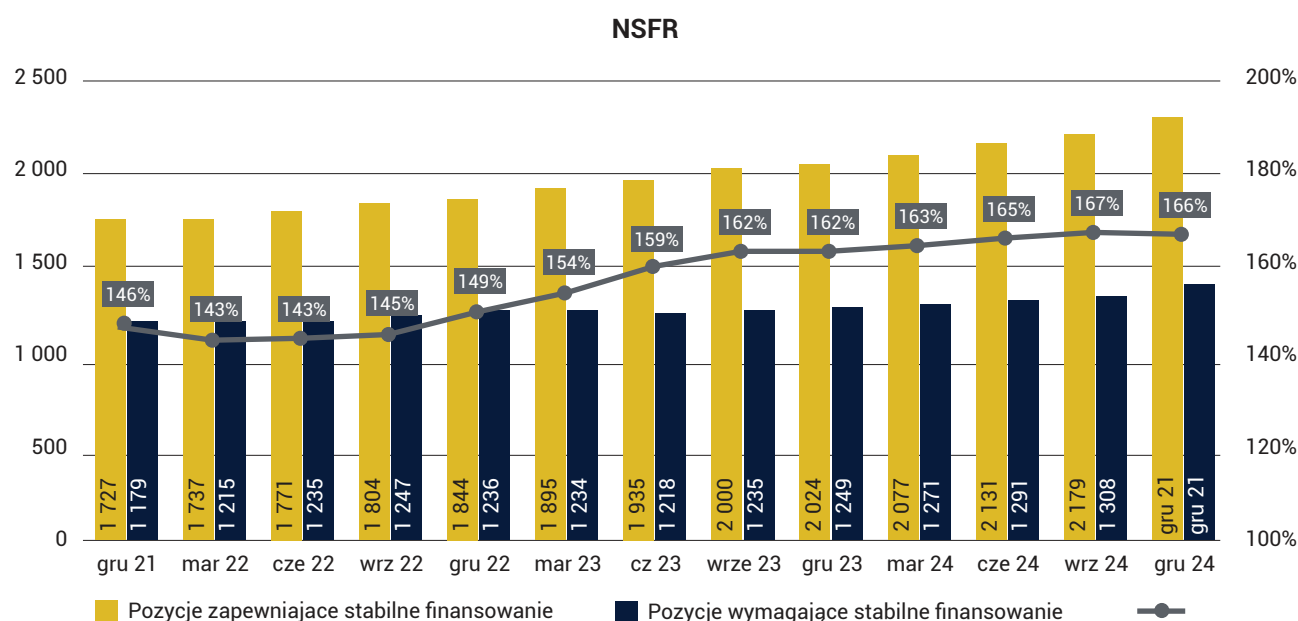
oraz trudności w odpowiednim uplasowaniu kredytu w gospodarce) to pokaźne portfele bonów pieniężnych są skutkiem wprost konieczności zagospodarowania przez NBP nadpłynności w sektorze bankowym.

Sytuacja podobnie przedstawia się w przypadku poziomu wskaźnika stabilnego finansowania NSFR. Od 2021 r., czyli od czasu, kiedy ten współczynnik stał się powszechnie obowiązującą normą, przewyższa on minimalny próg 100% co najmniej o ponad 40%, a na koniec marca 2025 r. osiągnął nawet wartość 166% w całym sektorze bankowym. Historię notowań NSFR przedstawiają Rysunki 9.3. i 9.4.



**Rysunek 9.3.** Poziom wskaźnika NSFR w latach 2021 – 2023

Źródło: Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2023 r., UKNF



**Rysunek 9.4.** Poziom wskaźnika NSFR w latach 2024 – 2025

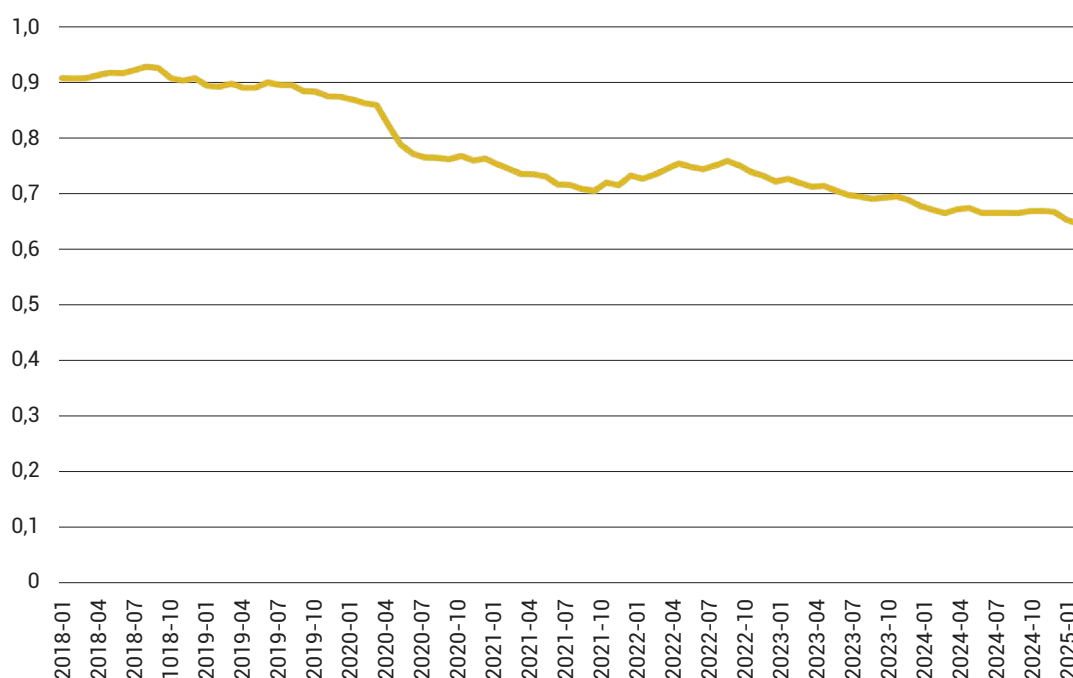
Źródło: Dane miesięczne sektora bankowego według stanu na koniec marca 2025 r., UKNF



Kwestia wskaźnika NSFR ma tym większe znaczenie, gdyż bezpośrednio rzutuje na problem finansowania długoterminowych aktywów przez krótkoterminowe pasywa. Stąd też konstrukcja tego parametru oparta na stabilnym, długoterminowym finansowaniu, zdefiniowanym przez Bazyleę III. Globalny regulator uznał za wystarczającą formułę NSFR (dla przypomnienia uznawanie za stabilne źródła finansowania także kapitały własne oraz dość szeroko ujęte depozyty detaliczne). W świetle poziomu NSFR problem

finansowania długoterminowego nie powinien być traktowany jako istotny.

Dodatkowo, pośrednio, wskazanie na znaczącą nadpłynność sektora bankowego w Polsce wynika z poziomu wskaźnika LTD, czyli porównania kredytów do depozytów. Historię tej relacji przedstawia Rysunek 9.5. Z początkiem roku 2025 LTD zanotowało poziom już tylko 64,4%. Oznacza to, że depozyty w polskim sektorze bankowym przewyższają kredyty o ok. 50%.



**Rysunek 9.5.** Wskaźnik kredyty do depozytów (LTD) w okresie od 2018 do 2025 r.

Dane: Opracowanie własne na podstawie danych UKNF.

Powyższe dane wyraźnie wskazują, że wskaźnik LTD potwierdza strukturalne (wieloletnie) zjawisko nadpłynności sektora bankowego.

Zatem jak w tych warunkach oddziaływać będzie wskaźnik WFD na bilanse banków w kontekście występującej nadpłynności? Można się spodziewać następujących zjawisk i dostosowań banków do nowych wymogów regulacyjnych:

- 1) Podrożenie kredytów mieszkaniowych (podwyższenie oprocentowania, aby choć częściowo skompensować wyższe koszty finansowania), co hamować będzie udzielanie nowych kredytów, a w efekcie spadek dynamiki ich przyrostu lub nawet bezwzględny regres;
- 2) Wobec podwyższonych kosztów finansowania poprzez emisje listów zastawnych lub obligacji własnych banki kompensować będą niższe

dochody odsetkowe poprzez obniżkę oprocentowania depozytów. W efekcie dynamika tej pozycji bilansowej osłabnie, aczkolwiek nie powinno dojść do spadków wartości zebranych depozytów, czyli nie powinno dojść do ich zastępowalności w skali 1:1 przez emisje listów zastawnych lub obligacji;

- 3) Nowe emisje listów zastawnych lub obligacji znacząco rozbudują tę pozycję w pasywach, a po stronie aktywnej powiększą pulę środków do zagospodarowania.

W efekcie finalnym poziom nadpłynności powinien się znacząco zwiększyć, gdyż nastąpi mocne zasilenie banków nowymi środkami (można by je określić jako „ponadprogramowe”) z emisji listów zastawnych lub obligacji, przy mniejszym, aczkolwiek utrzymującym się dopływie depozytów (w sumie ogólny poziom zobowiązań wzrośnie). Natomiast nie należy

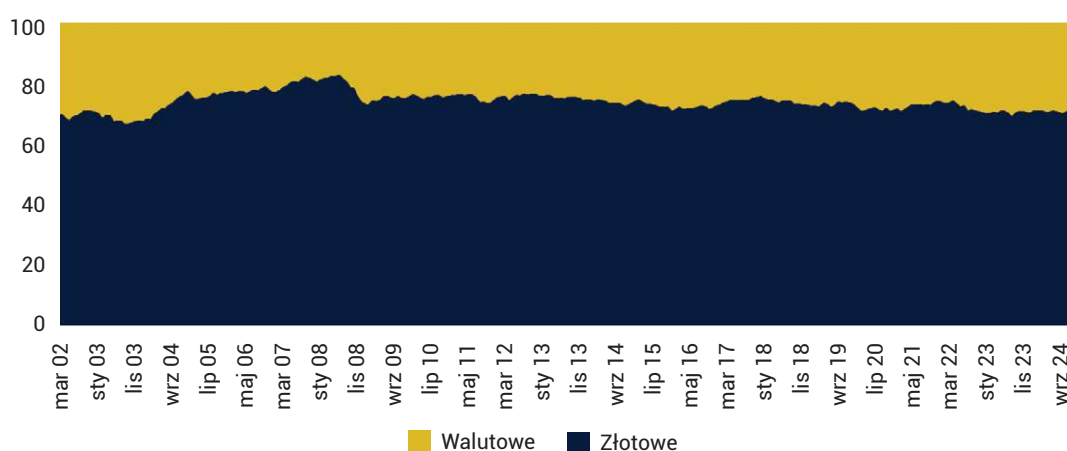
się spodziewać, aby kredyty zaabsorbowały te środki, a nawet w tej dziedzinie może nastąpić regres. Reasumując nadpłynność zostanie podwójnie wzmocniona poprzez oddziaływanie WFD na obie strony bilansów banków.

## 9.2. Wpływ WFD na strukturę walutową

Na koniec 2023 roku polski sektor bankowy charakteryzował się dominacją aktywów i pasywów denominowanych w złotych. Widać to na poziomie całego sektora i poszczególnych banków. W bilansie

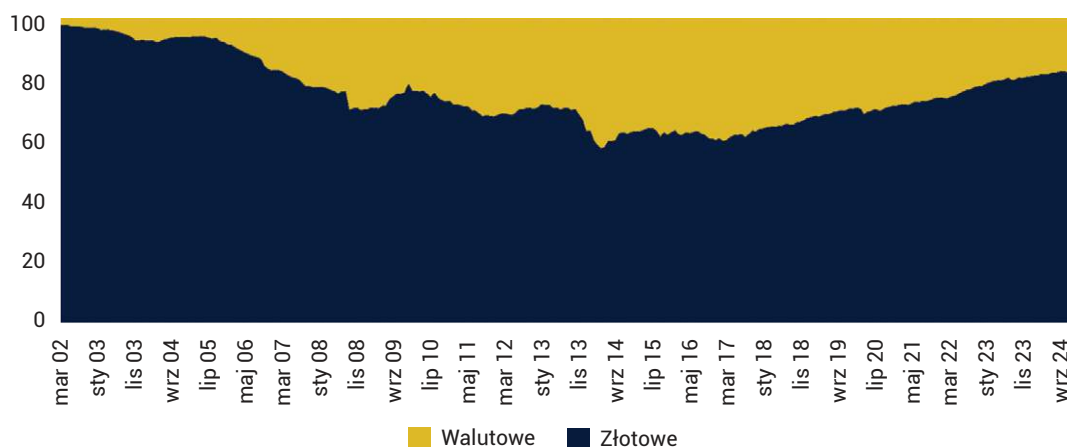
największego banku w Polsce PKO BP na koniec 2023 r. 87,1% aktywów stanowiły aktywa w złotych, natomiast w zobowiązaniach 83,6%<sup>236</sup>. Podobnie jest w innych dużych polskich bankach.

W przypadku należności od przedsiębiorstw niefinansowych udział należności walutowych od ponad 20 lat praktycznie się nie zmienia<sup>237</sup>. Na podstawie danych za okres od końca marca 2002 r. do końca marca 2025 r. możemy stwierdzić, że udział kredytów walutowych wynosił średnio 26,19% (obliczenia na podstawie danych miesięcznych z tego okresu), przy bardzo niskim odchyleniu standardowych – 3,15%.



**Rysunek 9.6.** Struktura walutowa należności od przedsiębiorstw niefinansowych w okresie od końca marca 2002 r. do końca marca 2025 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.



**Rysunek 9.7.** Struktura walutowa kredytów dla gospodarstw domowych w okresie od końca marca 2002 r. do końca marca 2025 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

<sup>236</sup> [https://raportroczny2023.pkobp.pl/noty\\_objasniajace/63-2/63-1/](https://raportroczny2023.pkobp.pl/noty_objasniajace/63-2/63-1/) [dostęp: 2.05.2025].

<sup>237</sup> Badanie struktury walutowej oparto na danych NBP (plik należności i zobowiązania banków), <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/naleznosci-i-zobowiazania-monetarnych-instytucji-finansowych-i-bankow/> [dostęp: 2.05.2025].



Współczynnik zmienności (odchylenie standardowe do średniej) dla okresu od 2002 r. do 2025 r. wyniosło 12%.

Jeśli chodzi o kredyty bankowe dla gospodarstw domowych to udział kredytów walutowych znacznie się zmieniał w analizowanym okresie. Wahał się bowiem od 2,7% (marzec 2002) do 43,05% (maj 2014). Udział kredytów walutowych dla gospodarstw domowych, zwłaszcza mieszkaniowych kredytów hipotecznych, systematycznie malał w wyniku spłat, przewalutowań oraz unieważnień umów kredytowych przez sądy. W rezultacie, ekspozycja banków na ryzyko walutowe uległa znacznemu ograniczeniu. Na koniec marca 2025 r. udział kredytów walutowych dla gospodarstw domowych wynosił 16,96% i systematycznie maleje.

Udział należności walutowych w należnościach od przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych przedstawiono na kolejnym rysunku.

Udział należności walutowych spadł z poziomu około 29% w 2015 r. do poniżej 14% w 2025 r., co oznacza redukcję o ponad połowę w ciągu dekady. Największy wpływ na ten spadek miało wygaszanie portfela kredytów walutowych dla gospodarstw domowych. Część należności walutowych pochodzi z kredytów udzielanych przedsiębiorstwom, które często mają naturalne zabezpieczenie w postaci przychodów walutowych. Aktywa walutowe stopniowo tracą znaczenie w portfelach kredytowych banków, szczególnie w kredytach dla gospodarstw domowych. Oznacza to, że sektor bankowy ograniczył ekspozycję na ryzyko kursowe po stronie aktywów.



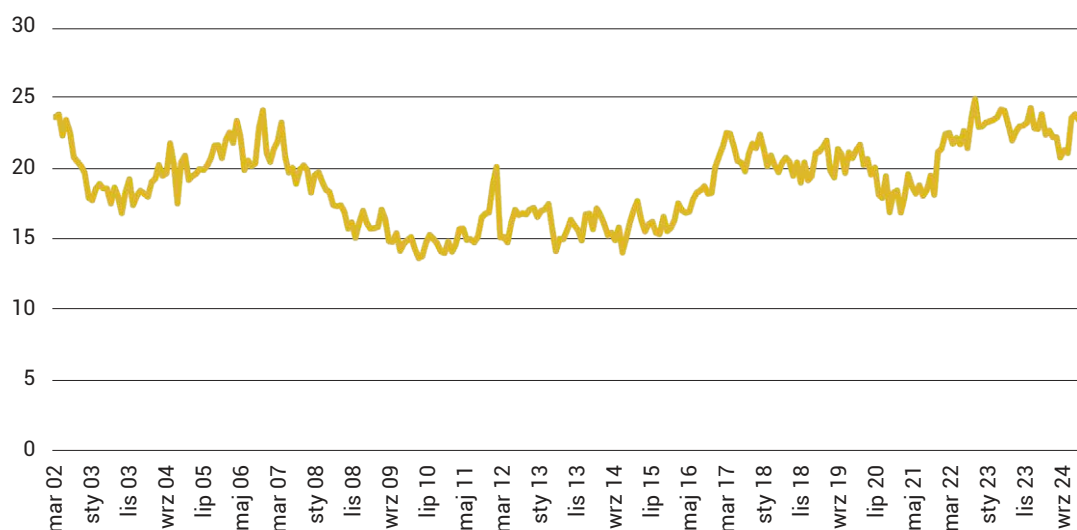
**Rysunek 9.8.** Procentowy udział należności walutowych w należnościach od przedsiębiorstw niefinansowych i kredytów walutowych dla gospodarstw domowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Przechodząc do pasywów polskiego sektora bankowego udział depozytów walutowych w depozytach i innych zobowiązaniach przedsiębiorstw niefinansowych przez cały analizowany okres (ponad 20 lat) utrzymywał się w przedziale 15–25%, bez długotrwałych skrajnych odchyśleń.

Skoro udział kredytów walutowych (aktywa) i udział depozytów walutowych (pasywa) od przedsiębiorstw niefinansowych jest na zbliżonym poziomie (tak wynika z przeprowadzonej analizy) to oznacza to, że banki udzielają kredytów walutowych przedsiębiorstwom, które z kolei utrzymują środki w tych samych walutach. Istnieje zatem naturalne dopasowanie walutowe między aktywami a pasywami.

W przeciwieństwie do przedsiębiorstw, gospodarstwa domowe nie zapewniają bankom naturalnego źródła finansowania walutowego. Udział depozytów walutowych w tym segmencie jest stosunkowo niski i stabilny, co ogranicza ekspozycję sektora bankowego na ryzyko kursowe z tytułu pasywów wobec klientów indywidualnych. Gospodarstwa domowe miały historycznie znacznie wyższy udział kredytów walutowych niż depozytów walutowych, co oznaczało większe ryzyko walutowe po stronie aktywów. Wpływ na niski udział depozytów walutowych gospodarstw domowych ma niskie ich oprocentowanie, choć niepewność makroekonomiczna, geopolityczna i inflacyjna skłania część gospodarstw domowych do dywersyfikowania oszczędności



**Rysunek 9.9.** Udział depozytów i innych zobowiązań walutowych w depozytach i innych zobowiązaniach banków wobec przedsiębiorstw niefinansowych w proc. w okresie od końca marca 2002 r. do końca marca 2025 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.



**Rysunek 9.10.** Udział depozytów walutowych w depozytach i innych zobowiązaniach banków wobec gospodarstw domowych (bez operacji z przyrzeczeniem odkupu) w proc. w okresie od końca marca 2002 r. do końca marca 2025 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

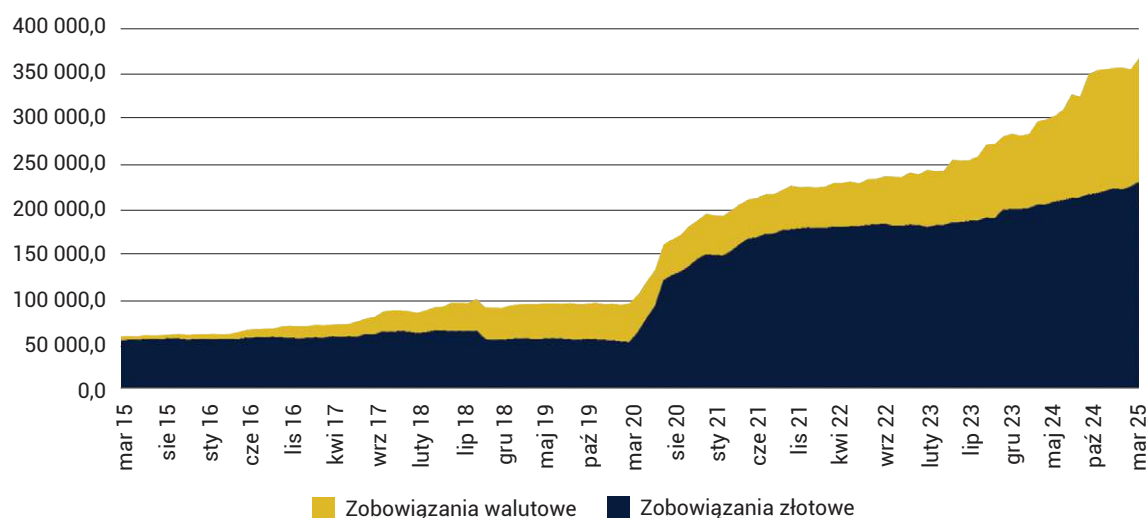
i lokowania części z nich w depozytach walutowych jako zabezpieczenie wartości.

Z punktu widzenia WFD najważniejsza jest kategoria zobowiązań banków z tytułu emisji własnych papierów wartościowych. Wartość tej pozycji skokowo wzrosła. Na koniec marca 2025 r. wartość tej kategorii pasywów wynosiła w polskim sektorze bankowym 359,6 mld zł. Rosnący udział zobowiązań walutowych z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych może zwiększać wrażliwość bilansów banków na ryzyko walutowe. Bardzo wyraźny wzrost wartości papierów wartościowych

emitowanych przez banki nastąpił od 2020 r. (zob. rysunek 9.11.)<sup>238</sup>. O tak dużej zmianie w ostatnich latach tej pozycji bilansowej zdecydowały emisje BGK na rzecz funduszy celowych (KFD, Funduszu Przeciwdziałania COVID, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych). W rezultacie zmalał również udział listów zastawnych w tej pozycji.

W świetle danych NBP na koniec 2023 r. zobowiązania z tytułu emisji własnych papierów wartościowych

<sup>238</sup> Szerzej można o tym przeczytać w raportach NBP.



**Rysunek 9.11.** Struktura walutowa zobowiązań banków z tytułu emisji własnych papierów wartościowych w okresie od końca marca 2015 r. do końca marca 2025 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

stanowiły 9,2% sumy pasywów<sup>239</sup>. Na koniec 2019 r. (przed skokowym wzrostem) 4,6%<sup>240</sup>. Udział listów zastawnych, które stanowią podkategorię zobowiązań z tytułu emisji własnych papierów wartościowych w pasywach ogółem polskiego sektora bankowego spadł w okresie od końca 2019 r. do końca 2023 r. z 0,9% do 0,63%<sup>241</sup>. W strukturze zobowiązania z tytułu emisji własnych papierów wartościowych ich udział odpowiednio wynosił: 28,5% i 6,8%.

Czy wprowadzenie WFD może doprowadzić do podwyższenia udziału pozycji walutowych w bilansach polskich banków i wzrostu ekspozycji banków na ryzyko walutowe. Wykorzystajmy do odpowiedzi na to pytanie analizę scenariuszową szeroko stosowaną w zarządzaniu ryzykiem. Przyjęto następującą strukturę scenariusza: 1) opis scenariusza; 2) potencjalne skutki; 3) środki zaradcze.

#### Opis scenariusza:

Z uwagi na ograniczoną chłonność krajowego rynku listów zastawnych oraz potrzebę spełnienia wymogów długoterminowego finansowania (np. WFD), banki mogą zostać zmuszone do zwiększenia skali emisji listów zastawnych na rynku europejskim. W efekcie możliwa jest sytuacja, w której coraz większa część emisji będzie denominowana w euro, podczas gdy aktywa zabezpieczające (np. kredyty hipoteczne) pozostaną denominowane w złotych.

W przypadku gdy:

- skala emisji listów zastawnych w euro przekroczy zdolność banku do odpowiedniego dopasowania walutowego oraz
- wzrost tych zobowiązań będzie szybszy niż wzrost sumy bilansowej,
- może dojść do narastania strukturalnego niedopasowania walutowego, co zwiększy ekspozycję sektora bankowego na ryzyko kursowe. Wzrost wartości euro względem złotego pogłębiłby ten problem, prowadząc do powstania potencjalnych strat z tytułu przewalutowania lub kosztów zabezpieczeń.

Potencjalne skutki mogą być następujące:

- wzrost ryzyka walutowego po stronie pasywów,
- wyższe koszty finansowania (konieczność zakupu instrumentów pochodnych),
- wpływ na adekwatność kapitałową (większe wymagania kapitałowe z tytułu ryzyka walutowego).

W związku z tym banki będą musiały zastosować środki zaradcze, sprowadzające się m.in. do konieczności zabezpieczania ryzyka przy emisji oraz kalibracji limitów wewnętrznych na ryzyko walutowe.

<sup>239</sup> Obliczenia własne w oparciu o dane na temat struktury pasywów przedstawione w raporcie NBP pt. Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r., NBP, Warszawa, 2024 r., s. 100.

<sup>240</sup> Tamże.

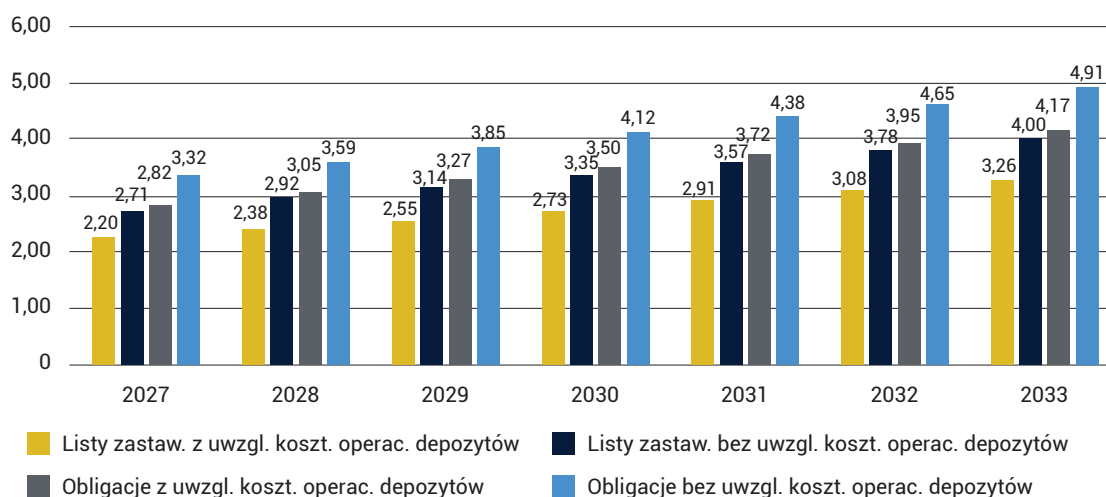
<sup>241</sup> Tamże.

### 9.3. Wpływ WFD na rentowność banków komercyjnych

Jeśli przyjąłbyśmy, że dostosowanie się do WFD nastąpi tylko poprzez odpowiednią emisję nowych listów zastawnych i/lub obligacji własnych banków, a relacja ich oprocentowania w stosunku do depozytów będzie zbliżona do tej występującej w latach 2022 i 2023, to można się spodziewać pogorszenia wyników finansowych sektora bankowego. O skali tego pogorszenia decydować wtedy będzie wielkość wymaganych emisji papierów dłużnych. W naszej prognozie przyjęliśmy, że będzie to skala od 52,2 mld złotych w 2027 r. (pierwszym pełnym

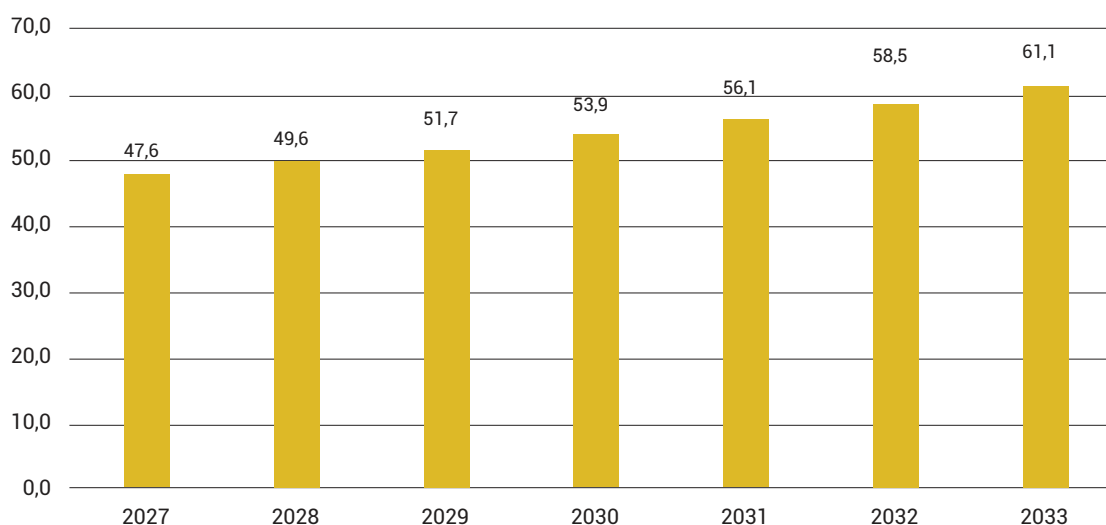
roku obowiązywania WFD) w ujęciu skumulowanym, do 74,2 mld zł w 2033 r. (horyzont naszego prognozowania). W tych obliczeniach znaczenie mają też założenia, czy rozpatrujemy koszty listów zastawnych, czy obligacji oraz czy uwzględniamy koszty operacyjne obsługi depozytów, czy nie. Zatem zbiorczo wyniki dla lat 2027 – 2033 przedstawione są na Rysunku 9.12.

Z przyjętych założeń i obliczeń wynika, że potencjalne straty z tytułu wdrożenia WFD mogą wynosić w granicach od 2,2 mld zł do 3,3 mld zł w 2027 r., a następnie będą sukcesywnie rosnąć osiągając w 2033 r. przedział od 3,2 mld zł do 4,9 mld zł.



**Rysunek 9.12.** Obniżenie wyniku finansowego banków z tytułu zastąpienia dotychczasowego finansowania depozyty kredytów mieszkaniowych przez papiery dłużne (listy zastawne lub obligacje) – prognoza własna

Źródło: Opracowanie własne.



**Rysunek 9.13.** Wynik finansowy netto sektora bankowego w latach 2027 – 2033 (prognoza w mld zł)

Źródło: Opracowanie własne.



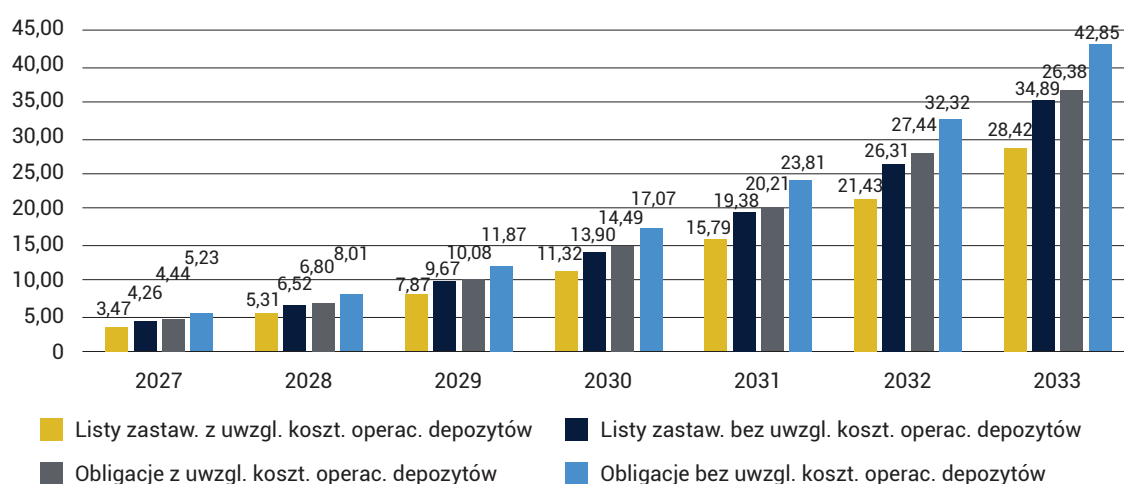
Warto zatem odnieść się do prognozy wyniku finansowego netto sektora bankowego na lata 2027–2033. Przy zastosowaniu liniowego trendu wzrostu w stosunku do wyniku roku 2024 i dynamiki przyrostu (4,23% r/r) zakładanej w analizie zespołu: D. Czechowska, Cz. Lipiński, J. Stawska, J. Stępińska, W. Zatoń, który przygotował raport *Perspektywy zdolności polskiego systemu bankowego do finansowania potrzeb gospodarki w warunkach ograniczonych zasobów kapitałowych*, a właściwie dla lat 2026 i 2027 według ich pierwszego scenariusza (przy umiarkowanych założeniach wzrostowych gospodarki)<sup>242</sup>, to poziom zysku może się kształtować w sposób przedstawiony na Rysunku nr 9.13. Widzimy więc, że **wzrost kosztów finansowania kredytów mieszkaniowych (bez przerzucania podwyższonych kosztów na klientów) obciążałby wynik finansowy całego sektora bankowego od ok. 4,6% do 8,0%, a banków objętych WFD od ok. 5,3% do 9,2%.**

Prognozę dotyczącą skali potrzeb dokonania nowych emisji listów zastawnych lub finansowania za pośrednictwem innych stabilnych instrumentów długoterminowych (m.in. obligacji lub depozytów gwarantowanych o terminach kontraktowych ponad 2 lata) przedstawił też Związek Banków Polskich. Prognoza ta przewiduje znacząco wyższy poziom emisji papierów spełniających wymóg WFD, aż do wysokości ich skumulowanej wartości od 79 mld zł w 2027 r. do 643,3 mld zł w 2033 r. Naturalnie implikuje to o wiele większe straty w wyniku finansowym

(patrz Rysunek 9.14), obliczone analogicznie jak dla naszych prognoz dynamiki wzrostu kredytów mieszkaniowych, a w ślad za tym potrzeb emisyjnych dla finansowania długoterminowego.

Wielkości pokazane na Rysunku 9.14. są wręcz szokujące w zestawieniu z prognozowanym wynikiem finansowym banków komercyjnych. Przedstawione straty sięgałyby od 3,5 mld zł w 2027 r. do co najmniej 28,4 mld zł w 2033 r. (a ekstremalnie nawet do 42,8 mld zł), co przekładałoby się na udział w wyniku finansowym netto od ok. 7,3% w 2027 r. do 46,6% w 2033 r. (dla wariantu bazowego – finansowania poprzez listy zastawne i uwzględnienie kosztów operacyjnych obsługi depozytów).

Jeśli prognoza ZBP jest zbyt daleko idąca, to bardzo ostrożne nasze szacunki pokazują, że wdrożenie WFD może oznaczać obciążenie wyników banków na poziomie zbliżającym się do 10%. Z pewnością jak to wcześniej wyraźnie wskazywaliśmy, w większej części koszt ten poniosą klienci poprzez podwyższone oprocentowanie kredytów i/lub obniżone odsetki za depozyty. Jednakże częściowo obciążenia te będą musiały przyjąć na siebie banki, a to oznacza mniejszą zdolność do generowania zysków potrzebnych do zasilania kapitałów własnych i zaspokajania akcjonariuszy w stopniu kompensującym koszt kapitału. Jeśli banki nie są w stanie wypracowywać zysków na poziomie kosztu kapitału, to sytuacja ta rodzi zjawiska patologiczne dla rozwoju gospodarki.



**Rysunek 9.14.** Obniżenie wyniku finansowego banków z tytułu zastąpienia dotychczasowego finansowania depozyty kredytów mieszkaniowych przez papiery dłużne (listy zastawne lub obligacje)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie prognozy Zespołu Badań i Analiz ZBP

<sup>242</sup> D. Czechowska, Cz. Lipiński, J. Stawska, J. Stępińska, W. Zatoń, *Perspektywy zdolności polskiego systemu bankowego do finansowania potrzeb gospodarki w warunkach ograniczonych zasobów kapitałowych*, Program Analityczno-Badawczy WIB, Warszawa 2024.



## Możliwości zmian konstrukcji wskaźnika WFD z perspektywy stabilności i rentowności banków





### 10.1. Propozycje zmian w konstrukcji wskaźnika WFD

Po pierwsze, postulujemy złagodzenie nowego wymogu nadzorczego WFD, który – choć zorientowany na ograniczenie ryzyka strukturalnej płynności – może w obecnym kształcie prowadzić do niepożądanych napięć i skutków, które są nieproporcjonalne w stosunku do spodziewanych korzyści regulacyjnych. Jednym z kierunków zmian wskaźnika WFD powinno być więc rozważenie przez KNF jego ponownej kalibracji i zmniejszenia poziomu lub modyfikacji ścieżki dojścia do 40%.

Złagodzenie, o którym mowa, mogłoby przyjąć jedną z dwóch form:

- Obniżenie progu minimalnego WFD, do takiego poziomu, który podnosiłby poziom dopasowania terminowego finansowania i w ten sposób przyczyniał się do wzrostu bezpieczeństwa finansowego polskiego sektora bankowego, a jednocześnie nie generowałby zbędnych napięć bilansowych i nie stwarzał ryzyk.
- Wydłużenie okresu dojścia do progu 40% (dłuższy horyzont implementacyjny pozwoliłby instytucjom finansowym na bardziej zrównoważone dostosowanie się do nowego reżimu regulacyjnego, bez konieczności podejmowania działań wymuszonych i kosztownych w krótkim okresie).

W związku z tym zasadne wydaje się ponowne rozważenie przez KNF jego kalibracji i/lub weryfikacja ścieżki wdrażania WFD.

Co więcej, krótki okres przejściowy przeznaczony na implementację nowego wskaźnika może skutkować nieoptymalnym rozwojem rynku listów zastawnych – instrumentu, który może zostać nadmiernie eksploatowany jako sposób spełnienia wymogu, a nie jako efektywne narzędzie finansowania.

Z perspektywy sektora bankowego złagodzenie wskaźnika WFD jest możliwe i uzasadnione również z uwagi na aktualną sytuację polskiego sektora bankowego. Polskie banki charakteryzują się wysokim poziomem nadpłynności oraz bardzo bezpieczną relacją kredytów do depozytów. W takich warunkach dostosowanie terminowe (tzw. transformacja terminów) nie stanowi zagrożenia systemowego, szczególnie w przypadku największych instytucji krajowych, które już wykazują wysoki poziom odporności płynnościowej.

Po drugie, poważnym mankamentem wskaźnika WFD jest arbitralność wag przyjętych dla licznika

i mianownika tego wskaźnika. Ich celem jest odzwierciedlenie stopnia „jakości” danego źródła finansowania (w liczniku) lub charakterystyki kredytów (w mianowniku). Wagi są funkcją przyjętych założeń (np. że kredyty o stałej stopie są stabilniejsze) czy preferencji (np. w zakresie zmniejszania nadwyżki funduszy) co nadaje wagom minimalny poziom obiektywności. Przyjęte wagi w liczniku i mianowniku WFD nie wynikają bezpośrednio z danych, lecz z przyjętego sposobu interpretacji zjawiska. Na gruncie teorii statystyki, arbitralność wag we wskaźniku WFD jest nieusuwalna. Jest to istotny problem, ponieważ istnieje ryzyko, że przyjęte wagi będą zbyt silnie wpływały na decyzje banków, co do kierunków pozyskiwania pasywów.

Otwiera się w sposób naturalny pole do dyskusji, czy przyjętych wag nie należałoby zmodyfikować. Przyjęte wielkości w mianowniku wyrażają preferencję KNF do zwiększania roli kredytów o stałym oprocentowaniu. Kierunek skądinąd słuszny, ponieważ kredyty mieszkaniowe o stałym oprocentowaniu powinny mieć większy udział w kredytach mieszkaniowych, z racji tego, że zabezpieczają konsumentów przed ryzykiem wzrostu stóp procentowych. Pojawia się w tym kontekście pytanie, czy waga 0,9 dla tego typu kredytów nie jest zbyt niska i czy będzie miała walor zachęcający banki do większego nacisku na ofertę o stałym oprocentowaniu.

Po trzecie, postulujemy rezygnację ze stopniowego zmniejszania wag przypisanych nadwyżce funduszy własnych w konstrukcji wskaźnika WFD. Obecnie omawiana rekomendacja przewiduje, że w kolejnych latach waga tego składnika w liczniku będzie sukcesywnie zmniejszana. W naszej ocenie brak jest przekonujących przesłanek merytorycznych, by nadwyżka funduszy własnych miała być całkowicie wyłączona jako źródło długoterminowego finansowania we wskaźniku WFD. Z punktu widzenia zarządzania bilansem i teorii ryzyka, nadwyżka funduszy własnych stanowi trwały bufor absorpcji strat oraz źródło finansowania, które nie podlega nagłym wpływom w warunkach napięć na rynkach finansowych. Posiadanie kapitału powyżej minimalnych wymogów nie tylko zwiększa odporność banku na szoki zewnętrzne, ale także wspiera jego zdolność do utrzymywania finansowania ekspozycji długoterminowych. Pozostawienie nadwyżki w liczniku będzie też wspierało chęć jej posiadania w bankach. W tym kontekście wykluczenie nadwyżki kapitałowej z licznika WFD doprowadzi do niedoszacowania realnej zdolności poszczególnych banków do finansowania aktywów długoterminowych ze szkodą dla rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce. Pozostawienie nadwyżki jest też ważne w kontekście doświadczeń wynikających z analizy przyczyn

wybuchu globalnego kryzysu finansowego i słabości banków. Ważnym wątkiem w dyskusji była nadmierna dźwignia finansowa. Niska relacja kapitału własnego do długu może napędzić panikę bankową. Stopniowa rezygnacja z nadwyżki zaburza także spójność wskaźników regulacyjnych, ponieważ w innych regulacjach ostrożnościowych kapitał własny traktowany jest jako najbardziej stabilne źródło finansowania (o najwyższej wadze).

Zwiększenie roli listów zastawnych jako źródła stabilnego, długoterminowego finansowania portfeli pożyczek hipotecznych jest z pewnością zasadnym i potrzebnym celem strategicznym w polskim sektorze bankowym. Należy jednak pamiętać, że rozwój tego rynku powinien opierać się na stopniowym budowaniu krajowej bazy inwestorów, a nie na przymusowym dostosowaniu struktury finansowania pod presją wskaźników. Obecnie rynek krajowy nie dysponuje odpowiednim potencjałem absorpcyjnym dla oczekiwanej skali emisji listów zastawnych, wynikającej z potrzeby spełnienia wymogów WFD. W praktyce może to oznaczać, że banki będą zmuszane do emisji zagranicznych, co wiąże się z wyższymi kosztami, ryzykiem walutowym i mniejszą kontrolą nad strukturą pasywów.

Równocześnie należy realistycznie ocenić ograniczony potencjał depozytów terminowych o zapadalności powyżej 2 lat, które zgodnie z konstrukcją wskaźnika WFD również mogą być uznane za źródło stabilnego finansowania. Kategoria ta od wielu lat stanowi niewielką część struktury depozytowej sektora i – jak pokazały ostatnie lata – nie zyskała istotnej dynamiki wzrostowej nawet w warunkach wysokich nominalnych stóp procentowych. Trudno zatem przewidywać, że jej znaczenie zwiększy się w przewidywanym otoczeniu niższych stóp. Z pewnością rolę odegra tu poziom oferowanego oprocentowania, jednakże będzie się to wiązało z podwyższonym kosztem finansowania, być może nie w takim stopniu jak finansowanie poprzez listy zastawne czy obligacje własne banków. Z jednej strony nie zmienia to faktu, że nawet długoterminowy depozyt może być zerwany w każdej chwili (np. przy emocjach wywołanych cyfrowym runem), co natychmiast pozbawia bank finansowania. Z drugiej strony regulator rynku przewidział uwzględnianie tylko depozytów objętych gwarancjami, co mocno je stabilizuje.

Depozyty – w szczególności te krótkoterminowe – pełnią przede wszystkim funkcję transakcyjną i płynnościową dla gospodarstw domowych. Ich atrakcyjność z punktu widzenia deponentów opiera się na trzech podstawowych filarach: bezpieczeństwie, dostępności i oprocentowaniu. Daje to dodatkowy argument, aby oczekiwać, że segment depozytów

długoterminowych stanie się istotnym źródłem stabilnego refinansowania w strukturze pasywów banków. Ponadto dla długoterminowych depozytów gospodarstw domowych bardzo ważna jest stabilność otoczenia gospodarczo-politycznego. Niepewne czasy (np. pandemia, inflacja, wojna) niosą ze sobą wstrzemięźliwość w lokowaniu na długie okresy.

W tym kontekście, całkowite wykluczenie nadwyżki kapitałowej z licznika WFD prowadzi do niedoszacowania realnej zdolności banku do finansowania aktywów długoterminowych oraz może tworzyć niepotrzebne napięcia regulacyjne. Tego rodzaju rozwiązanie zaburza także spójność wskaźników regulacyjnych, ponieważ w NSFR czy MREL kapitał własny traktowany jest jako najbardziej stabilne źródło finansowania – o najwyższej wadze.

Jeszcze raz podkreślimy, że zamiast eliminacji, należałoby rozważyć utrzymanie stałej wagi dla nadwyżki funduszy własnych, która pozwalałaby zachować jej funkcję stabilizacyjną, a jednocześnie ograniczałaby ryzyko nadmiernego polegania na niej w modelu finansowania. Takie podejście umożliwiłoby bardziej zrównoważoną kalibrację WFD, z uwzględnieniem strukturalnych uwarunkowań sektora bankowego oraz znaczenia kapitału jako elementu długoterminowej stabilności.

## 10.2. Rekomendacja dotycząca wskaźnika WFD

Reasumując, nasze propozycje sprowadzają się do rozważenia następujących zmian.

- 1) **Złagodzenia minimalnego wymogu WFD lub wydłużenia okresu na osiągnięcie docelowej ustalonej na poziomie 40%**

**Uzasadnienie:** W sytuacji wysokich zysków i bardzo dobrej (wręcz nadpłynności) polskiego sektora bankowego mierzonej NSFR i LCR wprowadzenie sztywnego wymogu WFD w obecnym kształcie, bez wystarczającego okresu dostosowawczego, może być nadmiarowe w stosunku do obecnych zagrożeń. W szczególności zagraża to wywołaniem niepotrzebnej presji na marżę odsetkową netto. Rozłożenie wprowadzania nowej regulacji w czasie przyczyniłoby się również do bardziej zrównoważonego rozwoju rynku listów zastawnych w Polsce bez konieczności szerszego wychodzenia na rynek w euro. Jest to niezwykle ważne, gdyż to właśnie silny krajowy rynek listów zastawnych, a nie zagraniczny, można traktować jako stabilne źródło refinansowania portfeli kredytów mieszkaniowych. Zbyt szybkie i sztywne egzekwowanie nowych wymogów



w warunkach stabilnej płynności sektora, nadwyżki depozytów i relatywnie niskiego poziomu zadłużenia hipotecznego liczonego jako procent PKB, może skutkować regulacyjną nieefektywnością, tj. wysokim kosztem systemowym bez proporcjonalnych korzyści dla stabilności finansowej.

## 2) Skoordynowania wprowadzania WFD z polityką animującą rozwój rynku listów zastawnych w Polsce

**Uzasadnienie:** Polski rynek listów zastawnych jest jednym z relatywnie najmniejszych na świecie pod względem wartości instrumentów znajdujących się w obiegu. Wg danych HYPOSTAT<sup>243</sup> na koniec 2023 r. w obiegu znajdowało się ok. 4,2 mld euro listów zastawnych. W rezultacie Polska charakteryzuje się bardzo niskim wskaźnikiem listów zastawnych do PKB (0,6% na koniec 2023 r.). Przyczyny niedorozwoju rynku listów zastawnych są złożone, poczynawszy od braku szerszej bazy inwestorskiej, braku tradycji listu zastawnego, choć przed II wojną światową były one popularne, ograniczonej ich podaży, a skończywszy na bardzo silnych barierach o charakterze regulacyjnym. Warto również przypomnieć, że w Polsce funkcjonuje tylko pięć banków hipotecznych.

## 3) Zmniejszenie wagi dla kredytów o stałym oprocentowaniu w mianowniku wskaźnika WFD, jeśli intencją nadzoru ma być promowanie kredytów chroniących klientów przed ryzykiem wzrostu i rozwój rynku listów zastawnych.

**Uzasadnienie:** Uważamy, że należy wzmocnić systemową premię dla ekspozycji kredytowych o stałej lub okresowo stałej stopie procentowej. Zmniejszenie wagi dla tych kredytów w mianowniku WFD byłoby uzasadnione zarówno z punktu widzenia standardów międzynarodowych w zakresie udzielania kredytów mieszkaniowych, jak i logiki zachęt regulacyjnych. Przy niższej wadze dla kredytów stałoprocentowych wskaźnik WFD byłby bardziej spójny i kompleksowy. Stanowiłby również narzędzie wspierania stabilnych form finansowania mieszkalnictwa. W krajach bardziej w porównaniu z Polską rozwiniętych rynkach finansowych, takich jak Francja, Niemcy, Dania czy Stany Zjednoczone, **mieszkaniowe** kredyty hipoteczne o stałej stopie procentowej stanowią dominującą formę finansowania zakupu nieruchomości. W Niemczech większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana

jest z okresem stałej stopy wynoszącym 10 lat lub więcej. We Francji przeważają kredyty o stałym oprocentowaniu na cały okres kredytowania, a w USA dominują 30-letnie kredyty o stałej stopie (fixed-rate mortgages). Uznaje się, że kredyty o stałym oprocentowaniu sprzyjają stabilności rynku mieszkaniowego poprzez ograniczanie ryzyka związanego ze wzrostem stóp procentowych. W wielu publikacjach podkreśla się także, że tego typu kredyty wspierają również cele makroekonomiczne. Kredyty hipoteczne o stałym lub okresowo stałym oprocentowaniu pozwalają gospodarstwom domowym utrzymać stały poziom wydatków na obsługę zadłużenia, niezależnie od bieżącej sytuacji na rynku finansowym.

Warto pamiętać, że kredyty o zmiennym oprocentowaniu mogą zwiększać ryzyko wystąpienia hazardu moralnego, zwłaszcza jeśli w razie wzrostu stóp procentowych pojawią się oczekiwania interwencji ze strony państwa i pod wpływem bieżących celów politycznych dojdzie do uruchomienia środków publicznych. Jeśli takie oczekiwania się zmaterializują (czyli pomoc rzeczywiście zostanie udzielona), tworzy się precedens, który osłabia odpowiedzialność kredytobiorców przy podejmowaniu przyszłych decyzji finansowych. Domniemane gwarancje zawsze zakłócają mechanizm wyceny ryzyka i alokacji kapitału.

Jednak promując bardziej rozwój kredytów stałoprocentowych konieczne byłoby uregulowanie kwestii rekompensaty za wcześniejszą spłatę/przedpłatę kredytu.

Z badań dotyczących banków w strefie euro wynika również, że "czynniki takie jak historyczna zmienność stóp inflacji, korelacja między bezrobociem a krótkoterminową stopą procentową, wiedza finansowa gospodarstw domowych oraz wolumen wyemitowanych listów zastawnych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką wykazują wysoką korelację z szacowanym komponentem popytu kredytów hipotecznych o stałym oprocentowaniu w porównaniu do kredytów o zmiennym oprocentowaniu". Przypis: U. Albertazzi, F. Fringuellotti, S. Ongena, Fixed rate versus adjustable rate mortgages: evidence from euro area banks", Working Paper Series, No 2322/ October 2019, European Central Banks, s. 51.

## 4) Zrezygnowania ze stopniowej redukcji wag dla nadwyżki funduszy własnych i przyjęcie stałej wagi dla tej nadwyżki w dłuższym horyzoncie czasu z opcją jej ewentualnej obniżki, ale ściśle skorelowanej z postępami w zakresie rozwoju polskiego rynku listów zastawnych

<sup>243</sup> HYPOSTAT 2024, A Review..., op. cit., s. 156.

**Uzasadnienie:** Nadwyżka funduszy własnych ponad całkowity wymóg kapitałowy (TCR) pełni funkcję stabilizacyjną w bilansie banku. Jest to trwałe finansowanie, niepodlegające natychmiastowym umorzeniom i dlatego stanowi bufor bezpieczeństwa, który może być używany do pokrywania długoterminowych ekspozycji kredytowych. Utrzymanie stałej wagi dla nadwyżki funduszy własnych w liczniku WFD w dłuższym czasie (z możliwością jej późniejszej redukcji ściśle powiązanej z tempem rozwoju rynku listów zastawnych) pozwoli w naszym przekonaniu zachować równowagę między celem nadzorczym (ostrożnościowym) a sytuacją na krajowym rynku listów zastawnych. Takie podejście nie zakłóci bieżącej zdolności do finansowania gospodarki i jednocześnie będzie zachęcało do budowania rynku listów zastawnych w sposób organiczny, a nie wymuszony. Redukcja wag dla nadwyżki funduszy własnych zakłada zastąpienie jej instrumentem, który nie jest jeszcze w pełni dostępny. Nie jest to więc rozwiązanie optymalne.

Reasumując, popieramy ogólny kierunek regulacyjny wyznaczony przez wskaźnik WFD jako mechanizm wspierający stabilność finansową w polskim sektorze bankowym, przy czym warto rozważyć zmiany w jego konstrukcji. Niezbędne jest bowiem zapewnienie równowagi między celami ostrożnościowymi a efektywnością sektora bankowego w finansowaniu gospodarki. Takie podejście zwiększyłoby efektywność implementacji regulacji, minimalizując ryzyko niezamierzonych konsekwencji w postaci ograniczenia akcji kredytowej, wzrostu kosztów finansowania lub nadmiernej presji na wyniki banków. Przez pojęcie optymalizacji rozumiemy sytuację, w której cele nadzorcze są realizowane bez nadmiernego obciążania sektora. Trzeba też pamiętać, że w przeciwieństwie do regulacji kapitałowych, analizy kosztów i korzyści wynikających z regulacji płynności są bardziej złożone, a ich wpływ na gospodarkę wielokierunkowy i do końca niepoznany, co w sposób naturalny zwiększa odpowiedzialność nadzoru w procesie projektowania i wdrażania nowych wskaźników, zwłaszcza jeśli one nawiązują do obowiązujących międzynarodowych norm płynnościowych.

### 10.3. Optymalna ścieżka wdrożenia WFD i warunki brzegowe

W celu stworzenia w Polsce adekwatnego do potencjału polskiej gospodarki rynku listów zastawnych i skutecznego wdrożenia wskaźnika WFD warto rozważyć wprowadzenie dodatkowych elementów polityki publicznej działających na różnych płaszczyznach. Szczególnie ważne w kontekście spełniania

WFD jest pobudzenie rozwoju rynku listów zastawnych. Przede wszystkim należy rozważyć wsparcie popytu na listy zastawne i stworzenie warunków na polskim rynku kapitałowym zachęcających do emitowania i nabywania listów zastawnych. W tym celu m.in. powołano specjalne grupy robocze w ramach Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, ale efekty w tej dziedzinie są nader skromne.

Na Węgrzech odpowiedni pakiet działań obejmował m.in. nabywanie listów zastawnych przez bank centralny MNB i wspieranie rozwoju rynku przez giełdę budapesztańską<sup>244</sup>. W Polsce w rozwój rynku listów zastawnych mógłby zaangażować się BGK. Pakiet działań w Polsce mógłby obejmować:

- 1) wsparcie popytu przez NBP w pierwszej fazie rozwoju rynku,
- 2) rozwinięcie na rynku CATALYST segmentu dla listów zastawnych i indeksów giełdowych na listy zastawne,
- 3) rozwiązania podatkowe (uznawanie kosztów emisji listów zastawnych w całości jako kosztów uzyskania przychodu, poszerzenie katalogu usług finansowych zwolnionych z VAT na usługi doradztwa dotyczące emisji listów zastawnych, ulgi podatkowe dla funduszy nabywających listy zastawne).

Tego typu pakiet rozwiązań stanowiłby wsparcie dla rozwoju rynku listów zastawnych w Polsce.

Preferencja we wskaźniku WFD dla emisji zielonych listów zastawnych, skądinąd pożądana i właściwa, może być iluzoryczna. Obecnie banki nie dysponują wystarczająco dużą liczbą „zielonych” kredytów hipotecznych, żeby nimi pokrywać duże emisje zielonych listów zastawnych. Inną przeszkodą pozostaje brak dostępności danych energetycznych na temat zabezpieczenia istniejących portfeli kredytowych przez banki. Jednak ten kierunek jest przez nas popierany. Doświadczenia niemieckie wskazują na rosnące znaczenie zielonych czy szerzej zrównoważonych listów zastawnych.

Wprowadzenie docelowego progu dla wskaźnika WFD na poziomie 40% lub redukcja wag dla nadwyżki funduszy własnych powinno być uzależnione od spełnienia warunków brzegowych. Warunek

<sup>244</sup> Giełda Papierów Wartościowych w Budapeszcie, której większościowym akcjonariuszem jest MNB, wprowadziła trzy indeksy obligacji hipotecznych w grudniu 2017 r. w celu stymulowania bardziej przejrzystego ustalania cen (T. Lybek, Hungarian Monetary Policy Operations Before, During, and After the Pandemic: Hungary, International Monetary Fund, 26 February, 2023).



brzegowy to ograniczenie dla wdrażania regulacji, które można postrzegać w kategoriach zabezpieczenia przed jej negatywnym skutkiem lub nieadekwatnym zastosowaniem. Warunki brzegowe powinny spełniać trzy zasadnicze postulaty:

- 1) mierzalność,
- 2) obiektywność,
- 3) powiązanie.

Spośród powyższych postulatów krótkiego komentarza wymaga ten ostatni. W przypadku powiązania chodzi o związek postulatu z konkretnym elementem regulacji (np. w zakresie progresji progów WFD lub przyjętych wag). W takim ujęciu warunek brzegowy stanowiłby punkt graniczny, wskazujący czy instytucja nadzorcza powinna kontynuować dalsze zaostrzanie regulacji. Obecnie redukcja wagi dla nadwyżki funduszy własnych ma charakter arbitralny i nie jest uzależniona od żadnego rynkowego czynnika.

Jednym z istotnych warunków brzegowych powinien być stopień rozwoju rynku listów zastawnych. Jeśli np. rynek listów zastawnych nie osiągnąłby odpowiedniego wolumenu i płynności, to wówczas nie należałoby dalej kontynuować redukcji wagi dla nadwyżki funduszy własnych.

Proponujemy schemat wdrażania WFD w dwóch wariantach. Ścieżka wdrażania WFD powinna być sekwencyjna i warunkowa.

**Wariant A** zakłada **stopniowe podnoszenie progu WFD** w horyzoncie kilkuletnim, przy czym każdy kolejny etap powinien być uzależniony od kształtowania się konkretnego, mierzalnego czynnika (np. tempa rozwoju rynku listów lub obligacji niezabezpieczonych). Progresja wskaźnika mogłaby być zawieszona np. w okresach napięć gospodarczych. Proponujemy rozpoczęcie ścieżki dojścia do pożądanego przez nadzór od progu niższego od 40%, a jego ewentualne podniesienie uzależnić od możliwości pozyskania środków na krajowym rynku listów zastawnych.

**Wariant B** dotyczy **zmniejszania wagi przypisywanej nadwyżce funduszy własnych**. W naszej ocenie, redukcja tej wagi nie powinna być procesem automatycznym, a już tym bardziej nie powinna przebiegać niezależnie od sytuacji na rynku listów zastawnych. Dobrym rozwiązaniem mogłoby być utrzymanie stałej wagi w średnim okresie (5 lat) z możliwością jej obniżenia dopiero po osiągnięciu wyraźnych postępów w rozwoju rynku listów zastawnych.

Przedstawione podejście zwiększy szansę na skuteczne osiągnięcie celów ostrożnościowych, bez nadmiernego obciążania sektora bankowego ani wywoływania potencjalnie niebezpiecznych efektów ubocznych. Skuteczność regulacji (podobnie jak każdego mechanizmu nadzorczego) bowiem nie tylko od samej konstrukcji wskaźnika, ale również od jakości procesu jego implementacji.

## Wnioski i rekomendacje

- 1) Wprowadzenie wskaźnika WFD jest motywowane koniecznością poprawy struktury finansowania polskiego sektora bankowego i zwiększenia udziału finansowania o dłuższych terminach wymagalności w celu ograniczenia luki terminowej. Nie negujemy, że mogłoby to przyczynić się do zwiększenia ogólnego poziomu stabilności. Obecny kształt struktury finansowania nie stanowi jednak ani poważnego zagrożenia dla tejże stabilności, ani nie stwarza problemu ryzyka systemowego. Główną rolę odgrywają bowiem dobrze zdywersyfikowane i trwałe (tzw. *sticky*) depozyty osób fizycznych. Ich stabilność wzmacnia fakt, że są one objęte efektywnym i wiarygodnym systemem gwarantowania, co dodatkowo ogranicza podatność sektora na odpływy środków w okresach niepewności, a potwierdziły to przypadki upadłości SK Banku, Podkarpackiego Banku Spółdzielczego, Idea Banku czy Getin Noble Banku. W tych warunkach wprowadzanie wskaźnika WFD powinno mieć charakter ewolucyjny i dostosowany do możliwości rynku kapitałowego.
- 2) Rekomendujemy dwa warianty ewolucyjnego wdrażania wskaźnika WFD. Pierwszy zakłada stopniowe podwyższanie minimalnego poziomu WFD i jego elastyczne dostosowywanie do warunków rynkowych. W drugim wariantcie, który można połączyć z pierwszym, postulujemy stałe utrzymanie nadwyżki funduszy własnych w liczniku WFD.
- 3) WFD jest wprowadzany w sposób wyizolowany. Brakuje innych, istotnych działań z punktu widzenia jego skutecznego wdrożenia. Nie zaproponowano działań, które mogłyby przewyższyć istniejące od lat bariery rozwoju rynku listów zastawnych, który jest kluczowym elementem we wdrażaniu WFD. Krajowy rynek listów zastawnych i możliwości TFI w absorpcji nowych emisji będą w najbliższych kilku latach zbyt małe na rynku krajowym, żeby zapewnić wypełnianie minimalnego poziomu współczynnika WFD przez znaczną część banków. Warto zwrócić w tym

miejszu uwagę na to, że rynki listów zastawnych w wielu krajach rozwijają się dynamicznie w modelu uniwersalnym. Obowiązujący w Polsce rygorystyczny model specjalistycznej bankowości hipotecznej tworzy istotne ograniczenia dla jej efektywnego rozwoju i większego znaczenia w systemie finansowym.

- 4) Niezrozumiała jest konstrukcja WFD polegająca na stopniowym zmniejszaniu znaczenia funduszy własnych (ich nadwyżki) w liczniku wskaźnika, które stanowią najtrwalsze źródło finansowania działalności bankowej. Inna słabość WFD dotyczy podejścia do braku możliwości wycofania środków, jako warunku kwalifikacji źródła finansowania do WFD. Wszystkie wskazane przez regulatora źródła taki warunek spełniają – oprócz kategorii 5, gdzie zalicza się depozyty detaliczne, które można zerwać. W tej sytuacji pojawia się niespójność. Z jednej strony traktuje się fundusze własne tylko jako tymczasowo akceptowalny (do końca 2027 r.) rodzaj finansowania długoterminowego, a z drugiej preferuje się depozyty, które mogą ulec odpływowi natychmiast, jeśli np. pojawiłby się *run* na bank (nie ma wtedy większego znaczenia ich termin wymagalności). Zatem można to spuentować następująco: kapitał własny ma być stopniowo wycofywany z WFD, a zrywne depozyty są do niego wprowadzone, ale arbitralnie w kwestii terminu ich wymagalności.
- 5) Zmienność definicyjna licznika WFD w czasie powoduje, że WFD nie będzie w stanie spełniać jednej ze swoich podstawowych funkcji, jaką jest monitorowanie trendów oraz wczesna detekcja ryzyka narastającego w systemie finansowym. Tym samym jego użyteczność jako narzędzia nadzorczego i analitycznego będzie istotnie ograniczona, przynajmniej do momentu ustabilizowania sposobu liczenia. Innym problemem, na który zwróciliśmy uwagę, są potencjalne konflikty WFD z międzynarodowymi normami LCR, a zwłaszcza NSFR.
- 6) Nasze badania i analizy są kolejnym dowodem na to, że WFD stanowi poważne wyzwanie dla sektora bankowego, gdyż obecnie nie spełnia on 40% wymogu, nawet przy możliwości zaliczenia do licznika nadwyżki funduszy własnych. Natomiast po ich wycofaniu, istnieje wręcz groźba tąpnięcia na rynku. Zakładamy bowiem, że bankom będzie bardzo trudno zbudować stabilną bazę listów zastawnych lub obligacji, nie mówiąc o bardzo dużych ich kosztach. Do obliczeń przyjęliśmy różne, raczej ostrożne, scenariusze rozwoju kredytów mieszkaniowych w Polsce, przy czym wiodącym jest projekcja zakładająca dłuższy okres niskich,

nominalnych stóp procentowych i propopytowa politykę mieszkaniową.

- 7) Możliwości absorpcyjne emisji polskich listów zastawnych zarówno w złotych, jak denominowanych w euro, będą w perspektywie kilkuletniej ograniczone. Na rynku krajowym brakuje odpowiednich inwestorów. Natomiast nie mniejsze problemy prawdopodobnie pojawią się z ulokowaniem polskich papierów wartościowych za granicą. W szczególności dotyczy to listów zastawnych i wiąże się z charakterystyką popytu na rynku europejskim. Szacujemy, że potencjał rocznej absorpcji tych instrumentów przez inwestorów zagranicznych może wynosić około 2 mld euro rocznie. Dla europejskich banków, które stanowią jedną z głównych grup inwestorów, podstawowym motywem nabywania listów zastawnych nie jest jedynie wysokość kuponu, lecz także możliwość wykorzystania ich jako wysokiej jakości aktywów zabezpieczających w operacjach z bankami centralnymi, zwłaszcza z Europejskim Bankiem Centralnym. Oznacza to, że kluczowe znaczenie mają: rating emisji, struktura zabezpieczeń, płynność rynkowa oraz znajomość jurysdykcji emitenta. W przypadku polskich banków hipotecznych, które dopiero budują swoją obecność na rynkach międzynarodowych, czynniki te istotnie ograniczają możliwości emisyjne. Dodatkową barierą jest konkurencja ze strony dobrze zakorzenionych emisji z krajów południowej Europy, takich jak Włochy, Hiszpania czy Portugalia (mimo ich historycznych problemów w czasie kryzysu zadłużeniowego), które są lepiej rozpoznawalne i cechują się wyższą płynnością. W rezultacie rozwój emisji polskich listów zastawnych denominowanych w euro będzie należało traktować jako uzupełniający wobec emisji krajowych, a kluczowym elementem strategii powinno być rozbudowanie silnej krajowej bazy inwestorów instytucjonalnych.
- 8) Przykład Węgier i regulacji MFAR dobitnie pokazuje, że wdrożenie wymogu strukturalnego finansowania wymaga znacznie więcej niż samego narzędzia regulacyjnego – kluczowe znaczenie ma towarzyszący mu kompleksowy pakiet działań wspierających rozwój rynku listów zastawnych. Węgierskie podejście opierało się nie tylko na wprowadzeniu obowiązkowego wskaźnika MFAR, lecz także na aktywnej roli banku centralnego (MNB) jako uczestnika rynku, budowie infrastruktury rynkowej (indeksy, płynność), wsparciu popytu inwestorów krajowych. Dla Polski oznacza to, że wdrożenie wskaźnika WFD bez równoległych działań aktywizujących rynek listów zastawnych może prowadzić do kosztownej asymetrii regulacyjnej – czyli obowiązku po stronie banków, ale bez realnych możliwości jego



bezpiecznej i efektywnej realizacji. Wniosek ten wskazuje, że wprowadzenie WFD powinno być skoordynowane z działaniami instytucjonalnymi wspierającymi podaż i popyt na instrumenty długoterminowe, tak by regulacja nie hamowała akcji kredytowej, lecz faktycznie przyczyniała się do budowy odporności sektora.

- 9) Struktura finansowania w polskim sektorze bankowym jest stabilna i oparta głównie na depozytach od sektora niefinansowego. Jest to niewątpliwie źródło przewagi polskich banków. Warto zauważyć, że depozyty nie są zwykłym długiem, mają wartość też jako środek transakcyjny. Dlatego klienci chcą je trzymać nawet przy niskim oprocentowaniu, co stwarza podstawę do bezpiecznej transformacji terminów. W Polsce wykorzystanie krótkoterminowych, hurtowych źródeł finansowania – potencjalnie najbardziej niebezpiecznych z perspektywy stabilności finansowej – jest nieznaczne. Pozytywnym aspektem w kontekście stabilności struktury finansowania pozostaje także fakt, że regulacyjne wskaźniki płynności są spełniane z istotną nadwyżką, co świadczy o wysokiej odporności polskiego sektora bankowego na ewentualne szoki zewnętrzne i ostrożności w zarządzaniu ryzykiem płynności. Co więcej, mimo wszystko kryzys amerykański z 2023 r. pokazał, że regulacyjne normy płynności są dobrze skalibrowane.
10. Wprowadzenie WFD wpisuje się w istniejący w Polsce problem strukturalnej nadpłynności. O jej istnieniu świadczą znacząco przekraczające wymagane normy poziomy wskaźników płynności jak LCR czy NSFR. Także potwierdza to relacja kredytów i depozytów, stale spadająca od 2012 r., osiągając poziom 64,4% na początku 2025 r. Problemy z racjonalnym ulokowaniem kredytów umacniają się, a WFD można ocenić jako czynnik sprzyjający temu zjawisku. Powiększa się zatem ogromna nadwyżka finansowa w sektorze bankowym, która musi być zagospodarowywana przez NBP, mimo znaczącego popytu ze strony Skarbu Państwa w postaci oferowanych obligacji skarbowych. Nowe emisje listów zastawnych lub obligacji będą gromadziły środki, które najprawdopodobniej zasilą istniejącą nadpłynność. Przy spadających stopach procentowych, rentowność papierów dłużnych Skarbu Państwa i NBP będzie także spadać, co zmusi banki do jeszcze mocniejszych obniżek oprocentowania depozytów.
11. Niezamierzony efekt wprowadzenia WFD poprzez zmniejszenie atrakcyjności depozytów gospodarstw domowych, jako instrumentu oszczędzania, ma szerokie implikacje. Jest to szczególnie istotne w Polsce, gdzie relacja depozytów do PKB pozostaje stosunkowo niska na tle bardziej rozwiniętych państw UE. Z perspektywy makroekonomicznej może to mieć negatywne skutki dla zdolności banków do odbudowy akcji kredytowej, ograniczając dostępność środków na finansowanie inwestycji i konsumpcji. Depozyty pełnią również istotną funkcję stabilizacyjną – w okresach niepewności stanowią bufor płynności, który ogranicza gwałtowne spadki konsumpcji i chroni dochody gospodarstw domowych. Osoby prywatne w Polsce charakteryzują się awersją do ryzyka i wybierają głównie bezpieczne formy oszczędzania, a także podejmują zazwyczaj racjonalne decyzje o wycofaniu środków z banków postrzeganych jako słabe (z niskim udziałem kapitałów własnych i niską rentownością). Dlatego w regulacjach takich jak WFD konieczne jest uwzględnienie ich wpływu nie tylko na stabilność bilansów banków, ale także na funkcjonowanie krajowego rynku depozytowego i jego znaczenia dla równowagi makroekonomicznej.
12. Istotnym czynnikiem stabilizującym polski sektor bankowy oraz rynek depozytowy jest jego struktura, oparta na dużych bankach uniwersalnych o zdywersyfikowanych aktywach. Taka konstrukcja sprzyja efektywnemu rozkładaniu ryzyka, co zwiększa odporność poszczególnych instytucji, a w konsekwencji – stabilność całego systemu finansowego. Zwraca na to uwagę m.in. Schildbach, wskazując, że dywersyfikacja przychodów i aktywów zwiększa odporność banków na dekoniunkturę. W przeciwieństwie do niektórych banków zagranicznych, takich jak Silicon Valley Bank (SVB), które charakteryzowały się nietypową i mało zróżnicowaną strukturą depozytową, w Polsce nie funkcjonują tzw. banki posiadające w strukturze pasywów duży udział nieubezpieczonych depozytów o znacznej, jednostkowej wartości.
13. Ryzyko destabilizacji i upadłości banków na wzór kryzysu amerykańskiego z 2023 r. jest w Polsce marginalne, przede wszystkim ze względu na fundamentalne różnice instytucjonalne, strukturalne i regulacyjne. Polski sektor bankowy opiera się na silnie nadzorowanych, uniwersalnych instytucjach o zdywersyfikowanej strukturze bilansowej, wysokim poziomie kapitałów własnych i ostrożnościowym podejściu do zarządzania ryzykiem. W przeciwieństwie do banków takich jak SVB, które cechowała nadmierna koncentracja w jednym sektorze (technologicznym) oraz pasywa zdominowane przez duże, nieubezpieczone depozyty, polskie banki są silnie zakotwiczone w lokalnym rynku i nie są narażone na masowy, cyfrowy odpływ środków w reakcji na krótkoterminowe impulsy informacyjne. Warto też podkreślić, że banki

w Polsce nie utrzymują nadmiernej ekspozycji na aktywa długoterminowe o wysokiej wrażliwości na stopy procentowe, co ogranicza ryzyko niezrealizowanych strat księgowych przy nagłych zmianach polityki pieniężnej.

14. W założeniach KNF wskaźnik finansowania długoterminowego (WFD) powinien wspierać budowę bardziej zrównoważonej struktury pasywów banków, z większym udziałem długoterminowych źródeł finansowania. Nowe uwarunkowania regulacyjne prawdopodobnie przyczynią się do ograniczenia ryzyka płynności oraz niedopasowania terminowego, wzmacniając stabilność bilansów sektora bankowego. Jednocześnie WFD może jednak – w sposób niezamierzony – prowadzić do wzrostu ryzyka walutowego. Ze względu na ograniczony popyt krajowy na listy zastawne, banki mogą być zmuszone do pozyskiwania długoterminowego finansowania na rynkach zagranicznych, głównie w walutach obcych (np. euro). Jeśli aktywa, takie jak kredyty hipoteczne, pozostaną denominowane w złotych, powstanie strukturalne niedopasowanie walutowe. Taka asymetria zwiększa wrażliwość banków na zmienność kursową i może wymagać stosowania kosztownych instrumentów zabezpieczających. Dodatkowo występuje ryzyko systemowe wynikające z faktu, że banki są często równocześnie emitentami i nabywcami listów zastawnych. Tego rodzaju wzajemne powiązania mogą w warunkach stresowych prowadzić do efektu zarażania i potęgować wstrząsy na rynku finansowym<sup>245</sup>. Dlatego mimo pozytywnego wpływu WFD na strukturę finansowania, konieczne jest jednocześnie monitorowanie ryzyk walutowych i systemowych oraz ich aktywne uwzględnianie w polityce makroostrożnościowej i regulacyjnej.

15. Obecny kształt WFD i zaproponowana ścieżka jego wdrażania oznaczać będą zastąpienie depozytów w finansowaniu poważnej części kredytów mieszkaniowych przez listy zastawne lub obligacje własne banków. W naszej analizie wykazaliśmy, że są to zdecydowanie bardziej kosztowne źródła pozyskiwania środków, a różnice w stosunku depozytów mogą sięgać nawet 5-7 punktów procentowych (z uwzględnieniem kosztów operacyjnych obsługi depozytów 4-6). W tych warunkach koszty obligacji (przynajmniej w latach 2022 i 2023) przewyższały o 0,25 punktu procentowego zmienne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych (ujemny *spread*), a oprocentowanie listów zastawnych pozwalałoby osiągnąć jedynie nadwyżkę ok. 1 punktu

procentowego. Zatem podwyżka oprocentowania kredytów, ale także zmniejszenie się marży kredytowej oraz obniżka oprocentowania depozytów, wydają się nieuniknione. Przy tak znaczącej różnicy ruchy te prawdopodobnie nie uchronią banków przed zmniejszeniem wyniku finansowego.

16. Skala zmniejszenia wyniku finansowego banków po wdrożeniu WFD może być bardzo istotna. Jeśli nastąpiłaby zamiana finansowania kredytów mieszkaniowych z depozytów na listy zastawne lub obligacje zgodnie z wymogami WFD, przy niezmiennych innych parametrach ekonomiki banków (uwzględniając tylko wyżej wymienioną zamianę), oznaczałoby to wpływ na wynik finansowy banków komercyjnych na poziomie od 2 do 5 mld zł. rocznie w okresie pomiędzy 2027 a 2033 rokiem. Wielkości te stanowiłyby dla banków objętych WFD od ok. 5,3% do 9,2% ich wyniku finansowego. Obliczenia te dotyczą ostrożnej prognozy wzrostu portfela kredytów mieszkaniowych opracowanej przez autorów. Realizacja bardziej dynamicznego przyrostu kredytów hipotecznych (pożądana z punktu widzenia finansowania rozwoju budownictwa mieszkaniowego) oznaczać będzie jeszcze większe roczne obciążenia wyniku finansowego rzędu dwucyfrowych miliardów złotych. Nawet przyjmując te zdecydowanie niższe wartości, potencjalne oddziaływanie WFD na zyski można ocenić jako znaczne, jeśli banki nie przerzucą gross tych kosztów na klientów. Z pewnością nie uda się im w pełni uchronić swoich zysków, nie mówiąc o dynamice ich wzrostu. Zatem można się spodziewać radykalnej reakcji banków, w celu ochrony własnych wyników. Ich skutki nie będą korzystne zarówno dla klientów, jak i rozwoju gospodarki.

17. Przeprowadzona przez autorów analiza praktycznie odwołuje się do weryfikacji zastosowania zasady proporcjonalności *sensu stricto* (aspekt makroekonomiczny, funkcjonalny, sektorowy i w przekroju interesariuszy)<sup>246</sup>. Bilans korzyści i kosztów wdrożenia WFD wypada negatywnie. Oceniamy, że koszty i niepożądane skutki tej regulacji będą przekraczać oczekiwane korzyści. Do tych pierwszych zaliczyć należy przede wszystkim wzrost kosztu finansowania kredytów mieszkaniowych, skutkujący podwyższeniem oprocentowania tychże kredytów, obniżeniem oprocentowania depozytów bieżących i terminowych do 2 lat, zmniejszeniem rentowności banków, osłabieniem dynamiki przyrostu kredytów hipotecznych. Po stronie korzyści nastąpi zmniejszenie luki pomiędzy wymagalnością pasywów a zapadalnością aktywów w horyzoncie długoterminowym.

<sup>245</sup> <https://www.norges-bank.no/en/news-events/news/Speeches/2017/2017-04-06-nicolaisen/>.

<sup>246</sup> S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, ALTERUM, Warszawa, 2014.



Raport przygotowany na zlecenie Fundacji  
Warszawski Instytut Bankowości



PROGRAM  
ANALITYCZNO  
BADAWCZY