

Kluza, Stanisław; Pruski, Jerzy; Szczuka, Wiesław

## Proceedings

# Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce

BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 96

## Provided in Cooperation with:

Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

*Suggested Citation:* Kluza, Stanisław; Pruski, Jerzy; Szczuka, Wiesław (2008) : Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce, BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 96, Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/128286>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

### Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

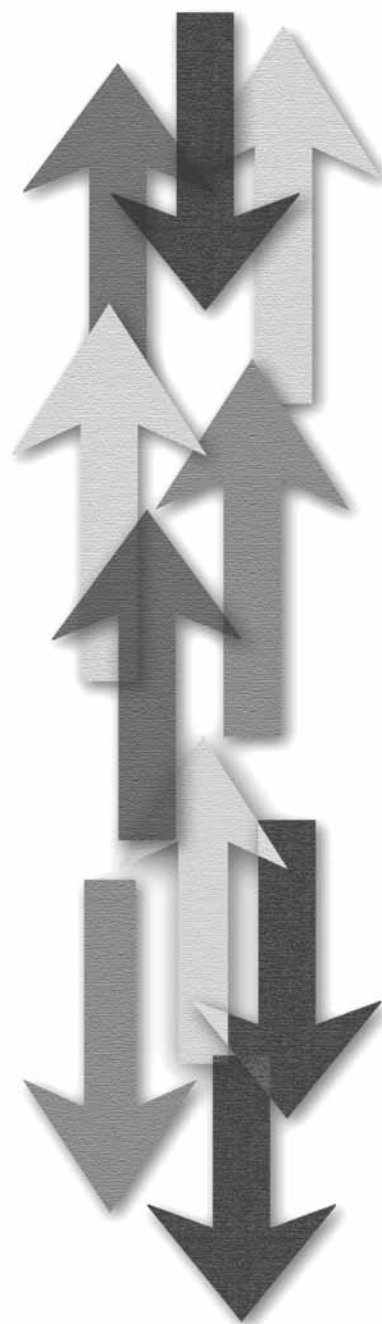
---

**Zeszyty BRE Bank – CASE**

---

Zaburzenia  
na światowych  
rynkach  
a sektor  
finansowy  
w Polsce

**Nr 96**  
**2 0 0 8**



**BRE BANK SA**



**Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa  
00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA  
00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa  
Ewa Balcerowicz  
Sekretarz Zeszytów  
Krystyna Olechowska

Autorzy  
Stanisław Kluza  
Jerzy Pruski  
Wiesław Szczuka

Projekt okładki  
Jacek Bieńkowski

DTP  
SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca  
CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca  
Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14  
Oddano do druku w czerwcu 2008 r. Nakład 300 egz.

## SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM.....	4
WPROWADZENIE .....	5
BANKI CENTRALNE W OBLICZU KRYZYSU NA ŚWIATOWYCH RYNKACH FINANSOWYCH – WNIOSKI DLA POLSKI – Jerzy Pruski .....	9
WPŁYW ZABURZEŃ NA ŚWIATOWYCH RYNKACH FINANSOWYCH NA SYTUACJĘ SEKTORA BANKOWEGO W POLSCE – Wiesław Szczuka .....	19
WPŁYW KRYZYSU NA AMERYKAŃSKIM RYNKU KREDYTÓW HIPOTECZNYCH NA POLSKI RYNEK UBEZPIECZEŃ – Stanisław Kluza .....	37

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Irena Arabei	Polbank	Piotr Masiukiewicz	SGH
Hanna Augustyniak	NBP	Janusz Mazur	Citi Handlowy
Tadeusz Baczek	INE PAN	Elżbieta Mączyńska	SGH
Magdalena Badura	BPH	Małgorzata Mikita	WSHiP
Anna Białek-Jaworska	WNE UW	Marek Misiak	NŻG
Barbara Błaszczak	CASE	Marek Niechciał	UOKiK
Tadeusz Barzdo	INFOR	Krystyna Olechowska	CASE
Andrzej Bocian		Jacek Osiński	NBP
Arkadiusz Bubak	ING Bank	Paweł Opolski	Pekao
Łukasz Bugaj	SGH	Wojciech Paczyński	CASE
Tomasz Chmielewski	NBP	Krzysztof Pałuszyński	mBank
Tadeusz Chrościcki		Tadeusz Pawlaczyk	AWO Polska
Adam Czyżewski	ORLEN	Dominika Pawelec	KNF
Marek Darowski	BRE Bank	Mirosław Pawliszyn	NBP
Renata Dobrzyńska	FitchRatings	Krzysztof Piech	SGH
Joanna Domańska	Interrisk	Beata Piwowar	INE PAN
Ilja Döbber	FES3	Ewa Piwowar	BPH
Jolanta Filipkowska	BRE Bank	Mateusz Podgórski	
Julita Franczuk	DZ Bank Polska	Radosław Polkowski	
Monika Gadzała-Partycka	Ambasada Brytyjska	Jerzy Pruski	
Radosław Gałęcki	CUIM	Marcin Radziwiński	UW
Marzena Gawrońska		Artur Radziwiłł	CASE
Marta Gołajewska	NBP	Maciej Reluga	BZ WBK
Marcin Gozdek	Doradztwo Strategiczne	Maria Rymanowicz	Reag Sp. z o.o.
Szymon Grabowski	NBP	Andrzej Rzońca	FOR
Maciej Grodzicki	NBP	Ewa Sadowska	NBP
Andrzej Halesiak	BPH	Andrzej Saniewski	AIG Polska
Andrzej Jurowski	BFG	Elżbieta Sawicka	PKO BP SA
Franciszek Kaczmarek	Sygnity	Maria Sawicka	PAP
Anna Kalembasiak	WBJ	Piotr Skrzyński	TRIAS
Stefan Kawalec		Paweł Smardz	BPH
Stanisław Kluza	KNF	Jan Solarz	AF
Paweł Kłosiewicz	NBP	Tomasz Stankiewicz	WNE UW
Ewa Korczyk	Bank Światowy	Tomasz Stasielo	WNE UW
Rafał Kowalski	DZ Bank Polska	Karolina Stupińska	WNE UW
Lesław Krzetocki	ISB	Olga Szczepańska	NBP
Tomasz Kubiak	Pekao	Wiesław Szczuka	BRE Bank
Wojciech Kwaśniak	NBP	Adam Szyszka	AE Poznań
Hubert Lachoswki	Pekao	Paweł Śmietanka	SGH
Ewa Leśny	WNE UW	Paweł Śruta	SGH
Dorota Lewandowska	PAP	Marta Świerczyńska	WNE UW
Paweł Lipiński	BRE Bank	Jacek Tomkiewicz	WSPiZ
Aneta Lubicka	BPH	Klaudia Torchała	PAP
Jacek Łaszek	NBP	Łukasz Wilkiewicz	Parkiet
Łukasz Łęcki	WNE UW	Dariusz Winek	BGŻ
Paweł Łęcki	MGI Akcept	Aneta Wiśniewska	KNF
Gabriela Machura-Bocian	NBP	Andrzej Wojciechowski	NBP
Krzysztof Malaga	AEP	Magdalena Wróbel	INP PAN
Andrzej Malesiak	BPH	Barbara Wyczańska	BRE Bank
Krzysztof Maliszewski	NBP	Małgorzata Zaleska	BFG
Katarzyna Marek	MF	Beata Zdanowicz	NBP
Krzysztof Marszałek	Citi Handlowy	Norbert Żak	Citi Handlowy
Marzena Maselewska	WNE UE		

# Wprowadzenie

Światowe rynki nie uporały się, i szybko to nie nastąpi, ze skutkami kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych. Przed nimi daleka droga nim znajdą ceny równowagi i dojdą do tzw. dna. Część amerykańskich ekonomistów przewiduje, że średni spadek cen może sięgnąć nawet 25%, a łączne straty mogą wynieść nawet bilion USD – na razie straty szacuje się na 400 mln USD.

O zaburzeniach na światowych rynkach i ich wpływie na polski sektor finansowy dyskutowali paneliści i goście 96. seminarium z cyklu BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w kwietniu 2008 r. Organizatorzy zaprosili do wygłoszenia referatów: dra Jerzego Pruskiego; dra Wiesława Szczukę, głównego ekonomistę BRE Banku SA oraz dra Stanisława Kluzę, przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego.

Powodem amerykańskiego kryzysu było finansowanie długoterminowych aktywów krótkim pieniądzem, wzrost stóp procentowych, który podniósł koszty finansowania oraz spekulacyjny wzrost cen nieruchomości, spekulacje na rynku nieruchomości (J. Pruski). Bardzo podobnie można opisać dzisiejszą sytuację w Polsce Kredyty hipoteczne stanowią około 25% aktywów banków. Są finansowane w praktyce krótkim pieniądzem. W ostatnich trzech latach mieliśmy bardzo spekulacyjny wzrost cen nieruchomości. Mamy także wzrost oprocentowania kredytów. Oprocentowanie kredytów hipotecznych w Polsce wzrosło o 2%, czyli w praktyce rata zwiększyła się o 20%. W ciągu roku średnie zarobki wzrosły o 12%, wprowadzono reformę rentową, która również podniosła dochody netto. Trzeba stwierdzić, że w zeszłym roku mieliśmy szczęście, bo wzrost stóp procentowych został złagodzony przez wzrost dochodów netto. Jak długo jeszcze będzie nam dopisywać? (Andrzej Saniewski, AIG United Guaranty).

Podstawowe mechanizmy, które wystąpiły zarówno w amerykańskiej gospodarce, jak i gospodarkach innych krajów w Polsce nie miały miejsca. Dlatego Polski nie dotknął kryzys na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, co nie oznacza, że polska gospodarka jest izolowana od pewnych cykli we wzroście cen różnych aktywów. Jednak w Polsce w finansowaniu nie użyto urządzeń, które wykorzystywały to, że wzrost cen powodował powstanie sytuacji czysto spekulacyjnej.

W bankach krótki pieniądz zawsze będzie finansował długie aktywa, bo taka jest rola komercyjnego banku. Problem polega na skali, wycuciu i kontroli. W przypadku amerykańskiego kryzysu nie mieliśmy do czynienia z problemem płynności banków, ale z problemem wyrzucania ryzyka poza sektor bankowy, z nadzieją, że znajdzie się poza sektorem finansowym. To jest właśnie problem wielkich banków inwestycyjnych lub brokerów, którzy funkcjonowali na rynku instrumentów pochodnych. W obu przypadkach odcięcie od płynności oznacza dramat. W Polsce z taką sytuacją nie mamy do czynienia. Oczywiście, należy pilnie obserwować sytuację na rynku. Dynamika kredytów jest wysoka, znacznie przekracza dynamikę dochodów ludności. Intuicja ekonomiczna podpowiada, że wraz z taką dynamiką – coraz mniej zamożne grupy ludności zaciągają kredyty hipoteczne – rośnie ryzyko kłopotów na rynku kredytów hipotecznych (J. Pruski).

Dotychczas rolą nadzoru nad rynkiem finansowym było badanie stanu faktycznego podmiotów nadzorowanych i porównywanie go ze stanem pożądanym określonym przepisami prawa (*compliance*) oraz podejmowanie ingerencji w sferę praw i obowiązków podmiotów nadzorowanych w razie wystąpienia rozbieżności między stanem faktycznym a stanem pożądanym, zakreślonym normami regulacyjnymi (*enforcement*). W proponowanej współcześnie doktrynie nadzoru nie mówi się już w ogóle o zasadzie nadzoru finansowego, lecz o zasadzie nadzoru opartego na kontroli ryzyka (*risk based supervision*). Kontrola ta ma służyć utrzymaniu wypłacalności nadzorowanych podmiotów (*solvency*) i ma opierać się na trzech filarach: finansowym, organizacyjno-zarządczym (ładzie korporacyjnym) oraz dyscyplinie rynkowej (S. Kluza). Nowa umowa kapitałowa właśnie wprowadzana w polskich bankach jest tego typu regulacją, która zwiększy wymogi kapitałowe w większości banków, a w szczególności w tych bankach, które prowadzą bardziej ryzykowną działalność, w tym działalność na rynku hipotecznym. Inne regulacje, szczególnie dotyczące płynności, które będą obowiązywały od lipca br., z dużym wyprzedzeniem zostały wprowadzone jeszcze przez Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, a następnie w marcu 2007 r. zaakceptowane przez Komisję Nadzoru Bankowego. Polski nadzorca wykorzystał wszystkie możliwe uwarunkowania prawne, aby zachęcić do wcześniejszych, pilotażowych działań, które będą musiały wypełniać banki jak raportowanie, czy zarządzanie płynnością. W tym samym celu została wprowadzona rekomendacja S. Chociaż o wiele większe możliwości stwarza drugi filar Nowej umowy kapitałowej. W ramach drugiego filaru (Analiza nadzorczą) banki mają stworzyć wewnętrzne procesy oceny kapitału ekonomicznego oraz ustalenie docelowych kapitałów zgodnych z profilem ryzyka w danym banku oraz otoczeniem nadzor-

czym. Dokonując oceny wypłacalności władze banku powinny mieć na uwadze fazę cyklu koniunkturalnego, w której obecnie znajduje się ich bank. Nadzór bankowy będzie oceniał zarówno sposób oceny wypłacalności, jak i samą wypłacalność ustaloną przez banki. W praktyce banki zazwyczaj starają się utrzymywać wyższy poziom wypłacalności niż minimalne wymogi kapitałowe wynikające z pierwszego filaru. Ponadto drugi filar musi uwzględniać różne rodzaje ryzyka nieujętego w pierwszym filarze (np. ryzyko stopy procentowej w portfelu bankowym, ryzyko płynności itp.) należy zakładać, że poziom wypłacalności wymagany w ramach drugiego filaru będzie wyższy niż wymogi kapitałowe wynikające z pierwszego filaru. Z uwagi na bezpieczeństwo środków gromadzonych na rachunkach bankowych, dodatkowe wymogi kapitałowe powinny przede wszystkim dotyczyć banków o słabej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Zalecenie podwyższenia kapitału mogłoby być stosowane w przypadku: stwierdzenia w wyniku inspekcji lub analizy z za biurka faktu ponoszenia wysokiego ryzyka; przy jednoczesnym braku odpowiedniego zarządzania tym ryzykiem oraz nieprawidłowościach w systemie kontroli wewnętrznej. Nadzór ma także możliwość wprowadzenia dyskrecyjnych ograniczeń lub uwarunkowań związanych z dodatkowym obciążeniem dotyczącym wymogu kapitałowego.

Istotą nadzoru jest działanie prewencyjne (J. Pruski). Oczywiście od teorii do praktyki (konkretnych działań) droga daleka. Kontrola rynku nieruchomości przez nadzór finansowy nie występuje w żadnym kraju. Może być kontrola instytucji finansowych, szczególnie banków komercyjnych, które angażują się w bardzo ryzykowną działalność. Trzeba też zważać, aby przypadkiem nie rozpędzić się z pomysłami związanymi z nowymi kompetencjami dla nadzoru, bo każda nowa kompetencja jest obciążeniem dla gospodarki. Dotkliwość skutków amerykańskiego kryzysu nie może wprost zachęcać do tworzenia dodatkowych, szczególnych kompetencji polskiego nadzoru. Nadzór funkcjonuje dobrze. Miał wiele regulacji, które z dużym wyprzedzeniem wskazywały na problemy, na przykład regulacje dotyczące rekomendacji S (banki nie tylko muszą w pierwszej kolejności proponować kredyty w złotówkach, ale i obliczać zdolność kredytową jak dla kredytu złotowego, nawet jeśli będzie on brany w walucie obcej). Banki dostały rok czasu, aby dostosować się do tej regulacji, co z kolei jest przykładem dbałości o płynność banków. Wydaje się, że są to wystarczające uregulowania. Nie można sektora finansowego nadmiernie obciążać różnymi obowiązkami, bo to grozi rynkową nieefektywnością.

Czy mamy szansę na skuteczną reakcję polskich władz w razie finansowego kryzysu? Rzecz nie w rozwiązaniach prawnych (J. Pruski). Trudno sobie wyobrazić, żeby ktokolwiek w jakimkolwiek kraju dostał upoważnienie na wydatkowanie z pieniędzy podatników takich kwot jakie wyłożono w Wielkiej Brytanii – 55 mld funtów na nacjonalizację banku Northern Rock, czy w Stanach Zjednoczonych – 30 mld USD kredytu dla JP Morgan na pokrycie ewentualnych niedoborów, kasowych faktycznie (choć nie formalnie) upadłego Bear Sterns, który JP Morgan kupił za 236 mln USD. Oba



kredyty zostały w pełni zabezpieczone trudno zbywalnymi papierami. To zupełnie niewyobrażalne posunięcia. Chodzi o zrozumienie, jaką wartością jest stabilność finansowa, a nie o rozstrzygnięcia prawne. Sposób reagowania na kłopoty Northern Rock czy Bear Sterns budzi najwyższe uznanie. Angielscy i amerykańscy urzędnicy państwowi, przy dużym ryzyku personalnym, podejmowali się niezwykle trudnych zadań, żeby w ciągu dwóch – trzech dni skoordynować pomoc dla takiego kolosa jak Bear Sterns. Stąd konieczność świetnej kooperacji w trójkącie rząd-bank centralny-nadzór, ale także konieczność znakomitych relacji regulatorów z rynkiem finansowym. Rynek musi słuchać regulatorów, ale jednocześnie regulator musi mieć pewność, że jego działania będą miały akceptację polityczną. Bez akceptacji w kryzysowych sytuacjach regulatorzy i banki centralne znajdują się w kłopotcie.

## Banki centralne w obliczu kryzysu na światowych rynkach finansowych – wnioski dla Polski

### Przyczyny kryzysu na rynkach finansowych

Obowiązująca we współczesnym systemie finansowym doktryna nakazuje bankom centralnym ograniczenie swojej roli do kontroli wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, zakazuje natomiast kontroli cen aktywów finansowych. Doktryna ta była rygorystycznie przestrzegana w Stanach Zjednoczonych. Zarówno były szef Systemu Rezerwy Federalnej (Fed) A. Greenspan, jak i obecny B. Bernanke kontrolę cen aktywów finansowych uznawali za niecelową i szkodliwą. Twierdzili natomiast (co interesujące), że banki centralne powinny eliminować skutki, gdyby się stało coś złego, gdyby pojawiła się „bańka” czy załamanie na rynku aktywów finansowych.

Kryzys na rynku dot. com oraz obawy przed deflacją spowodowały bardzo duże obniżki stóp

procentowych na początku obecnej dekady: Fed do 1%, EBC – 2%, BoE – 3,5%, BoJ – 0%.

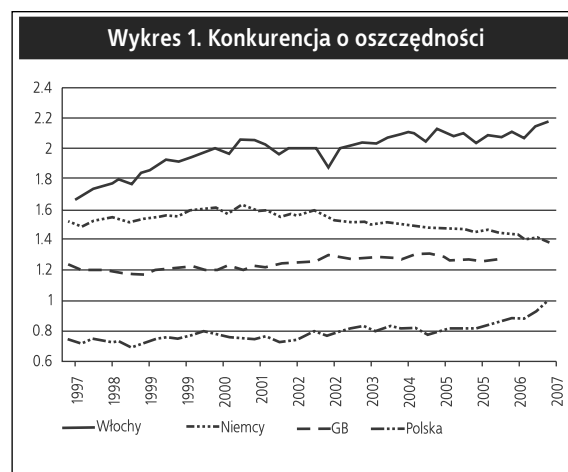
Tak niskie stopy procentowe miały dwa obszary oddziaływania. Pierwszy dotyczył sektora finansowego: wzrost popytu na kredyty; poprawa zdolności kredytowej przedsiębiorstw i gospodarstw domowych; wzrost cen aktywów finansowych i nieruchomości; szybki rozwój rynku kredytów subprime; spadek premii za ryzyko oraz „pogoń za zyskami”, która z definicji jest efektem niskich kosztów finansowania. Dlatego udział sektora finansowego w zyskach korporacji amerykańskich wzrósł z 10% w latach 80. ubiegłego wieku do 40% w 2007 r. Drugi obszar oddziaływania niskich stóp procentowych dotyczył strony makroekonomicznej: (1) spadek skłonności do oszczędzania, wzrost popytu krajowego (konsumpcyjnego), deficyt na rachunku obrotów bieżących (głównie Stanów Zjednoczonych) finan-

sowany napływem kapitału portfelowego, co spowodowało wzrost cen obligacji (spadek stóp procentowych), a efektem było (2) zjawisko globalnych nierównowag.

Opisana powyżej sytuacja stała się podstawą ciągu działań spekulacyjnych, który prowadził do powstania „bańki” (czyli nadmiernego wzrostu cen i aktywów finansowych) na rynku nieruchomości. Dlaczego tak się działo? Niskie stopy procentowe spowodowały bardzo szybki wzrost aktywów banków i pozostałych instytucji finansowych, za tym wzrostem w sposób naturalny nie nadążał wzrost odpowiedniej bazy kapitałowej i co więcej – odpowiednio szybki wzrost pasywów, w tym depozytów podmiotów niefinansowych. Dlatego pojawiły się „cudowne” narzędzia, które umożliwiały transfer ryzyka kredytowego: sekurytyzacja oznaczała, że nie musimy mieć po drugiej stronie pasywów, a różne kredytowe instrumenty pochodne oznaczały, że nie musimy zwiększać kapitału, bo ryzyko jest transferowane. Powstały cudowne urządzenia, które mówiły tak: suma bilansowa może się rozwijać, nie ma powodu martwić się o bazę kapitałową, co więcej – nie musimy martwić się o bazę depozytową. Model ten był wzmocniany strategią biznesową „udzielasz i uciekasz” (*originate and distribute*), zgodnie z którą banki udzielają pożyczek i kredytów, ale produkty te są sprzedawane lub przeznaczone do dystrybucji raczej wśród niebankowych inwestorów rynku kapitałowego niż pozostają w bilansie banku, tj. w modelu, w którym sektor monetarnych instytucji finansowych (MIF<sup>1</sup>), po udzieleniu kredytów, sprzedaje je inwestorom. Model *originate and distribute* był więc oparty na założeniu: udzielię kredytu,

sprzedam ryzyko, albo sprzedam cały kredyt, za-trzymam prowizję. W takich warunkach maksymalizacja zysku następuje wtedy, gdy następuje maksymalizacja sumy bilansowej i maksymalizacja transakcji. Bez odpowiednich uregulowań było to znakomite podłoże do działań spekulacyjnych i do powstawania nierównowagi na rynku aktywów.

W większości krajów (wykres 1) kredyty są większe od depozytów. W Polsce, o czym warto pamiętać, wskaźnik ten w 2007 r. przekroczył poziom 1.



Jednocześnie powstawały nowe, bardzo ciekawe instytucje finansowe, które były odpowiedzią na pojawiające się wyzwania. Nowością na przykład był dynamiczny rozwój funduszy inwestycyjnych (SIV)<sup>2</sup>, które stwarzały wrażenie, że można maksymalizować zyski w nieskończoność. Z jednej strony w aktywach tych instytucji były papiery długookresowe oparte na różnych zabezpieczeniach (długoterminowe obligacje, ABS, MBS, CDO), z drugiej strony finansowano się krótkim pieniądzem (krótkoterminowe zob-

wiązania, emisja ABCP). Dopóki nie było kłopotu z płynnością rynku finansowego, nie było powodu do zmartwień. Co więcej, banki, które były inicjatorami tego typu instytucji w przypadku braku płynności udzielały gwarancji kredytowych. Zyskiem była różnica między długą a krótkoterminową stopą procentową. I znowu powtarza się spekulacyjny mechanizm: im większy rozwój sumy bilansowej SIV, tym większy zysk zatrzymany przez te instytucje. Udział banków w funduszach SIV jedynie zwiększał potencjał działań spekulacyjnych, jeśli kontrola nadzorczy finansowego była słaba.

Przy niskich stopach procentowych szybko rozwijał się również rynek kredytów subprime. Charakterystycznymi cechami tego rynku są między innymi: niska wiarygodność klientów, niska ocena scoringowa, ograniczone wymogi dokumentacyjne, a warunki udzielania kredytów niekiedy odbiegają od standardów, na przykład wysoki jest wskaźnik LTV, albo wysoka i bardzo długa karencja w spłacie odsetek lub sztywne formuły odsetkowe, które promują zaciąganie kredytów, a urealnienie stóp procentowych następuje po kilku latach.

W takich warunkach bardzo szybko nakręcała się spekulacyjna spirala wzrostu cen aktywów finansowych i nieruchomości. Wzrost spirali wzmocniło nowe zjawisko, które dotychczas chyba w ogóle nie występowało, a mianowicie kredyt stworzył podstawę dla własnej kreacji. Jeżeli można było sprzedać kredyt i w miejsce tego kredytu dostać aktywa finansowe to dalej te aktywa mogło stanowić zabezpieczenie następnego kredytu (zabezpieczenie kredytu kredytem). Przekładając

na mechanizm kreacji bankowego pieniądza można powiedzieć: gdyby stopa rezerw obowiązkowych była zero, nie było wycieku z systemu monetarnego, to mamy nieograniczony wzrost w podaży pieniądza przy każdej dodatkowej emisji. Opisując nakręcanie się spekulacyjnej spirali trzeba zwrócić uwagę na słabą kontrolę nadzorców finansowych. Mamy różne rynki, różne systemy, nowe produkty, które często wyprzedzają regulatorów i mamy również nowe segmenty, które ze względu na tradycję nie są objęte ścisłym nadzorem, dlatego że ścisłym nadzorem objęty jest przede wszystkim sektor bankowy.

## Przebieg kryzysu

Większość finansistów do momentu załamania na rynku aktywów twierdziła, że dzięki zastosowanym cudownym urządzeniom finansowym daje się wytransferować ryzyko poza sektor bankowy, albo poza sektor finansowy. Nie, nie udało się. Co do tego nie ma najmniejszej wątpliwości. Po pierwsze – z powodu gwarancji linii kredytowych udzielonych instytucjom przez sektor bankowy. Po drugie – w czasie ogromnej eksplozji produktów banki, żeby zachęcić pozostałe niebankowe instytucje finansowe jak *private equity*, jak fundusze hedgingowe same często kupowały transe ryzyka, znajdujące się w instrumentach strukturalnych, i często była to najbardziej niebezpieczna część ryzyka.

Załamanie systemu opartego na wydmuszczonej spekulacyjnej powoduje, że wszystkie mechanizmy, które z wielką mocą windowały ceny w górę będą z nieminiejszą siłą działały w kierunku

przeciwnym. Krytyczną wartością systemu okazał się rynek nieruchomości. Załamanie na rynku nieruchomości uruchamia spiralę spadków a wszystkie przesłanki wcześniejszej spekulacyjnej spirali wzrostów działają obecnie w przeciwnym kierunku.

---

**Spadek cen nieruchomości** → wartość nieruchomości mniejsza od kwoty kredytu → przejęcie przez bank nieruchomości i jej sprzedaż → dalszy spadek cen nieruchomości...

Identycznie działa mechanizm wzrostu stóp procentowych. Warto przypomnieć, że podniesiono je w Stanach Zjednoczonych z 1 do ponad 5%. Jest to niebywały wzrost obciążeń z punktu widzenia obsługi kosztów kredytów, które są udzielane na kilkanaście lub kilkadziesiąt lat. Taki sam efekt ma zmiana formuły odsetkowej – ze stałych na zmienne.

---

**Wzrost stóp procentowych/zmiana formuły odsetkowych** → wzrost kosztów obsługi kredytów → utrata zdolności kredytowej → przejęcie nieruchomości → wyprzedaż → spadek cen nieruchomości...

I w taki sam sposób działa również spowolnienie wzrostu gospodarczego.

---

**Spowolnienie wzrostu gospodarczego/recesja** → obniżenie dochodów gospodarstw domowych → utrata zdolności kredytowej...

W bardzo podobny sposób spirala spadków działa na rynku cen papierów wartościowych, bardzo szybko musiała się przenieść na rynek finansowy ze względu na instrumenty pochodne, na instrumenty, które sekurytyzowały udzielane kredyty. Następuje ta sama spirala spadków.

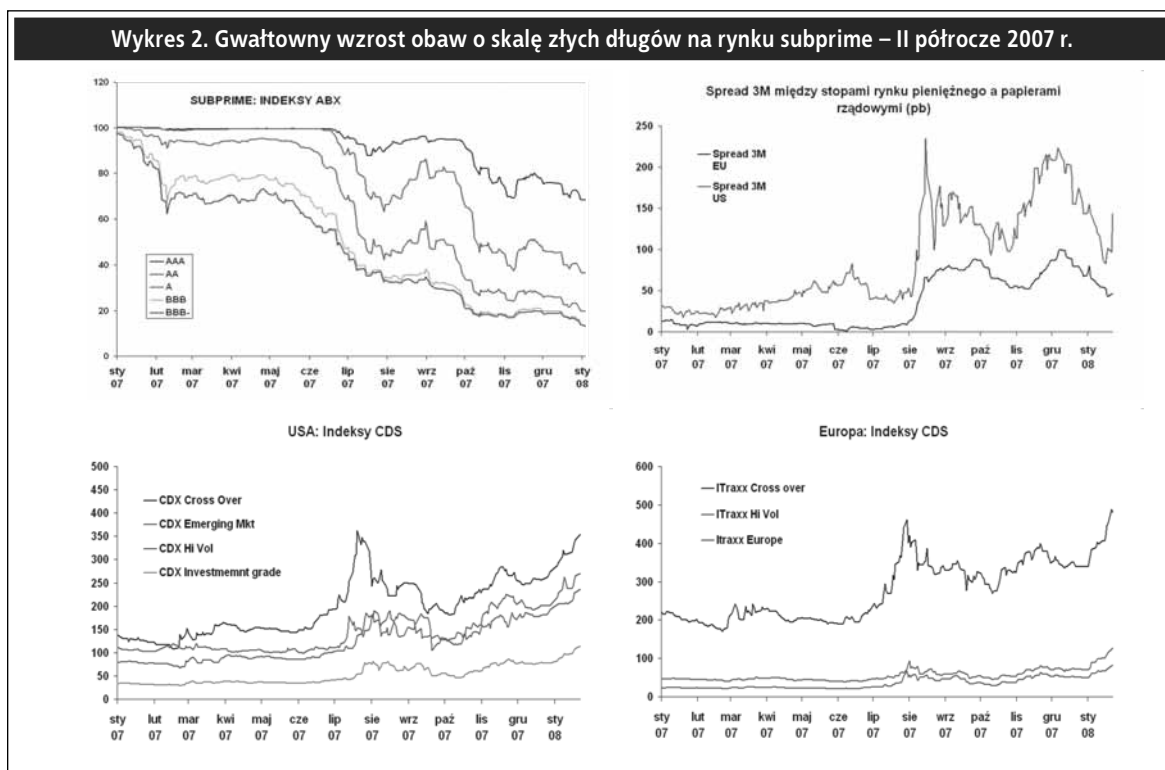
### **Rynek aktywów finansowych zabezpieczonych kredytami**

Spadek cen papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami subprime → wyprzedaż → spadek cen → **wycena wg mark to market** → straty kapitałowe → utrata zaufania → brak dostępu do linii kredytowych, brak dostępu do rynku pieniężnego, wzrost stóp procentowych → konieczność wyprzedaży aktywów (tym większa im większa była ekspansja oparta na kredycie) → **konieczność dokapitalizowania bądź utrata płynności i niewypłacalność** przy niskiej relacji kapitałów do aktywów (2% – 3%).

---

Wydaje się, że rynek finansowy wpadł w pułapkę. Po części jest ona związana z istniejącymi regułami zasad rachunkowości. Ponieważ obowiązuje zasada wyceny wszystkich aktywów do rynku, to w momencie spadku cen tych aktywów wszystkie instytucje finansowe, zgodnie z zasadami rachunkowości, muszą wycenić do rynku swoje aktywa, czyli z definicji muszą wpisać stratę, jeśli na rynku spadają ceny instrumentów finansowych, które mają w swoich bilansach. Często jest to strata czysto memoriałowa. Często może dotyczyć aktywów, których spłacalność nie wydaje się zagrożona, ale takie są warunki ryn-

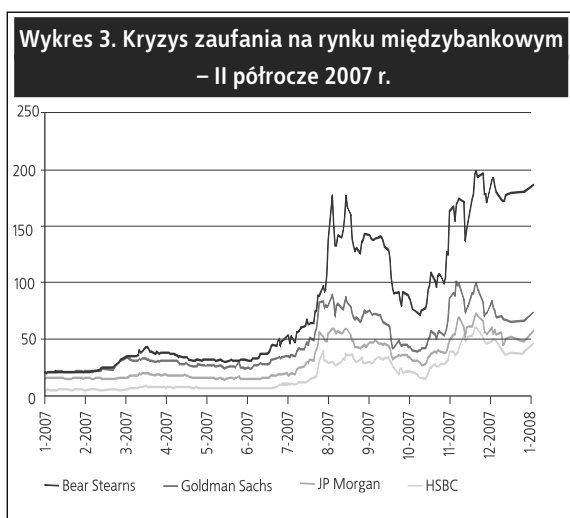
**Wykres 2. Gwałtowny wzrost obaw o skalę złych długów na rynku subprime – II półrocze 2007 r.**



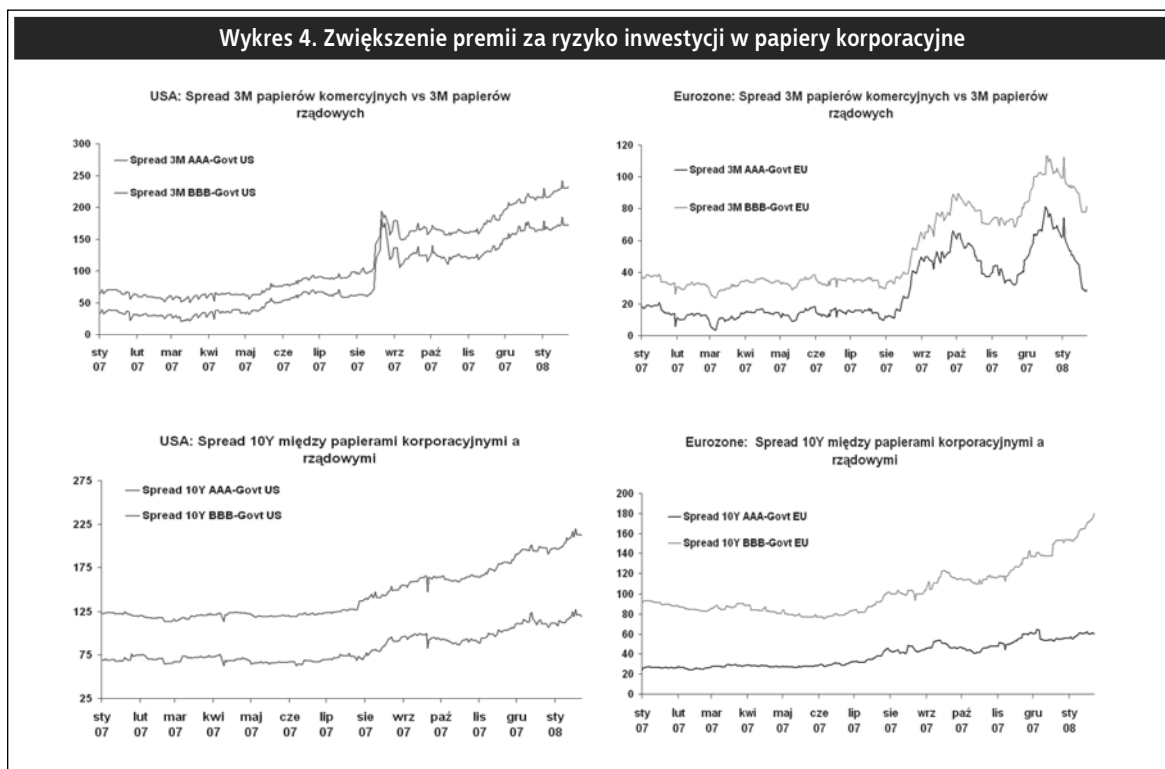
kowe, że ich cena spada poniżej nominału. Powoduje to konieczność wyprzedania kolejnych aktywów, aby uzupełnić zabezpieczenia. Wszystko to zmusza instytucje finansowe do wyprzedania

ży aktywów. Nie byłyby tak złe, gdyby relacja kapitałów do sumy aktywów przywoływanych instytucji finansowych była wysoka. Sektor bankowy jest kontrolowany na poziomie 8,5 i wyżej procent, ale w opisywanej sytuacji mamy do czynienia nie tylko z sektorem banków komercyjnych, lecz różnych instytucji finansowych, brokerów, którzy zajmują się obrotem instrumentami pochodnymi. Niestety, w instytucjach tych relacja między kapitałami a aktywami często jest na poziomie od 2 do 3%. Przy skali operacji, które te instytucje mają, rynkowy spadek cen aktywów powoduje bardzo szybką konieczność dokapitalizowania. Jego brak oznacza prawie natychmiastową utratę płynności (co można było zauważyć), kryzys zaufania i ostatecznie niewypłacalność instytucji.

**Wykres 3. Kryzys zaufania na rynku międzybankowym – II półrocze 2007 r.**



Wykres 4. Zwiększenie premii za ryzyko inwestycji w papiery korporacyjne



Załamaniem na rynku nieruchomości (widoczne od lutego) nastąpiło w sierpniu 2007 r. Bardzo szybko przeniosło się na rynek kredytowy innych instrumentów niż subprime i błyskawicznie przeniosło się na rynek pieniężny. Banki zapewne wiedziały o problemie, ale nie potrafiły ocenić skali i lokalizacji problemu, stąd były ogromne kłopoty z uzyskaniem krótkiego pieniądza. Pamiętajmy, że kryzys narasta w otoczeniu, którym zarządza model biznesowy oparty na ekspansji aktywów długookresowych finansowanych krótkim pieniądzem, obojętne czy na rynku międzybankowym, czy na rynku krótkoterminowych obligacji np. 3-miesięcznych. Jeżeli znika rynek obligacji 3-miesięcznych, czyli nie mogę się finansować, proszę mój bank, który był moim gwarantem o wyłożenie środków. Bank oczywiście nie jest w stanie wyłożyć żądanych przeze

mnie pieniędzy, wraca więc na rynek międzybankowy. Ponieważ nie wiadomo kto jaką ma kondycję, to stopy na rynku międzybankowym gwałtownie rosną. Dlaczego opisany proces jest bardzo niebezpieczny? Bo pogoń za zyskami, która miała wcześniej miejsce spowodowała, że stopa rentowności wielu aktywów została już jakby doprowadzona do minimalnej akceptowalnej stawki. Wzrost więc pasywów w bardzo krótkim okresie oznaczał spadek rentowności całego biznesu. Utrzymywanie spadku prowadziło do utraty rentowności.

Kryzys, jak się wydaje, jest kryzysem niewypłacalności, a ten, jak podpowiada doświadczenie zawodowe i literatura związana ze stabilnością rynków finansowych powinien zwracać się w kierunku szukania rozwiązania w ramach sek-

tora prywatnego *private sector solutions* (SWF). Powszechnie znane wskazówki zalecają: nim państwo i bank centralny cokolwiek zrobią, najpierw niech się wykaże prywatny sektor. Niestety, w przypadku opisywanego kryzysu sektor prywatny nie zaangażował się w proces restrukturyzacji instytucji finansowych, które miały kłopoty. Co dziwne, w ratowanie znakomitych instytucji finansowych zaangażowały się azjatyckie i arabskie fundusze prywatno-rządowe. Dlaczego? Racjonalną odpowiedzią może być jedynie to, że cena aktywów nie uzyskała jeszcze ceny równowagi. Aktywa były wciąż nadmiernie wycenione, w związku z tym jedynie azjatyckie i arabskie fundusze chciały je kupować. Nie było na rynku ceny równowagi, przy którym nastąpiłoby odrodzenie popytu. Analiza stopnia pokrycia kapitałów takich instytucji jak UBS, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bear Stearns dopłatami z SWF jednoznacznie wskazuje, że dopłaty nie zatrzymały procesu, to jeszcze nie była cena równowagi, nadal mieliśmy do czynienia z przeceną aktywów, straty rosły a wraz z nimi zwiększało się ryzyko kolejnych bankructw.

Problem polega na znalezieniu takiej ceny, przy której pojawi się popyt. Podręczniki ekonomii wskazują, że jak cena spada, to natychmiast rośnie popyt. W opisywanym kryzysie spadek ceny rodzi oczekiwania dalszego spadku ceny, czyli kupowanie nie ma sensu. Jak powstrzymać spiralę spadających cen? Oczywiście, przede wszystkim na rynku nieruchomości i automatycznie na rynku aktywów finansowych. Kiedy to można zrobić? Kiedy zostanie dokonana właściwa wycena aktywów i kiedy nie będzie ryzyka. Ciekawym przypadkiem jest zachowanie UBS

(łącznie rezerwy 37 mld USD). Bank bardzo odważnie oświadczył, że strata jest o 19 mld USD większa od spodziewanej. Tym samym stał się dla analityków na wskroś przejrzystą instytucją. Jednocześnie władze banku oświadczyły, że bank ma szansę na dokapitalizowanie dużą kwotą (15 mld USD) i to nie przez SWF. Takie postępowanie należy uznać za dojsście do dna, czyli znalezienie ceny równowagi, od której może nastąpić odbicie. Czy postępowanie USB jest charakterystyczne dla całego rynku. Niestety, nie. Odważnych brakuje. Inicjatywę muszą więc przejąć banki centralne, rządy i nadzorcy. W ich rękach jest rozwiązanie obecnego kryzysu. Muszą doprowadzić do sytuacji, w której cena gwarantująca odrodzenie popytu nie była nadmiernie niska, aby spirala kryzysowa nie zadziałała w ten sposób, że spadek cen będzie większy niż uzasadniałaby to cena równowagi.

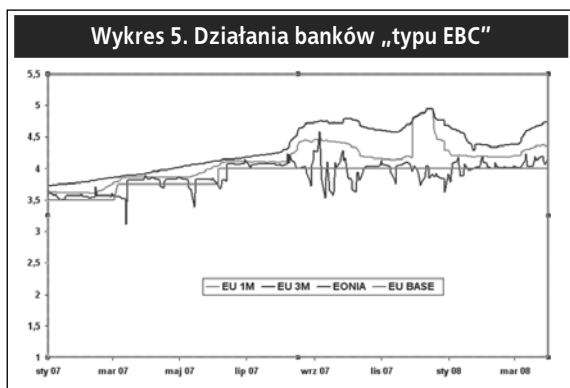
### **Działania banków centralnych**

Pierwsze na kryzys zareagowały banki centralne. Wyróżnić możemy trzy rodzaje reakcji. Pierwszy to typu EBC, który operacjami dostrajającymi na różne terminy (od 1 do 6 miesięcy) wspomaga rynek płynnościowy nie tylko w strefie euro. Skuteczność tego typu reakcji jest ograniczona, bo nie rozwiązuje problemu strat banków; nie eliminuje nadmiernych spreadów oraz nie wystarcza do przerwania spirali spadających cen aktywów.

Ale daje czas na identyfikację strat oraz dokapitalizowanie, w tym w ramach *private sector solutions*. Na propozycje jakiegokolwiek innego działania szefowie EBC zdecydowanie odpowiadają:

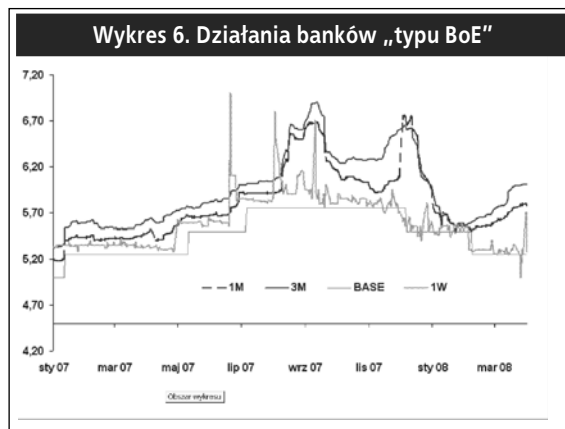


jesteśmy w innym układzie współrzędnych. Jednak jak trudno jest stabilizować spready nawet takiemu bankowi jak EBC ilustruje wykres 5. Często EBC natrafia na ogromny kłopot. Chcąc stabilizować różnicę między oprocentowaniem lokaty, przykładowo, 3-miesięcznej a stopą referencyjną EBC, wrzuca dodatkową płynność do systemu bankowego, a efektem jest spadek krótkookresowej stopy. Wówczas EBC musi przeprowadzać dwustronne operacje absorbujące płynność, aby utrzymać stopę overnight na właściwym poziomie – z czym, jak wynika z wykresu 5, ma kłopoty. Wykres obrazuje również pewną cykliczność w wielkości spreadu, która jest związana z ryzykiem sektora finansowego wraz z rozwojem sytuacji kryzysowej.

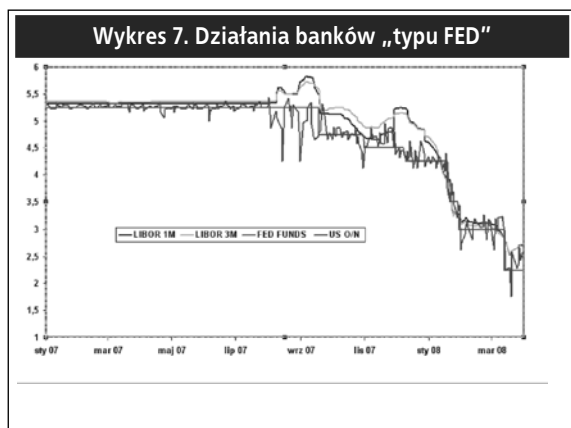


Podobnie do EBC (operacje zasilające w płynność) zareagował na kryzys bank centralny Wielkiej Brytanii z tym, że wprowadził akceptowalność większej liczby zabezpieczeń operacji otwartego rynku (zwłaszcza obligacji zabezpieczanych różnego typu aktywami). Zdecydował się też na udzielenie kredytu refinansowego (55 mld funtów) Northern Rock (mimo prestiżu tej instytucji), czego efektem była późniejsza nacjonalizacja banku. Reakcja BoE miała ograniczoną

skuteczność, jednak udało się uniknąć paniki w sektorze bankowym.



Natomiast w Stanach Zjednoczonych Fed zastosował wszystkie możliwe instrumenty dla ustabilizowania sytuacji na rynkach finansowych. Stosował zasilanie systemu bankowego i finansowego w płynność w postaci: operacji otwartego rynku; Term Auction Facility; Term Securities Lending Facilities (wymiana obligacji skarbowych na agencyjne i prywatne MBS). Udzielił też kredytu refinansowego (30 mld USD dla JP Morgan na przejęcie Bear Stearns zabezpieczony wyłącznie trudno zbywalnymi aktywami finansowymi) na zakup instytucji finansowej, która nie była bankiem komercyjnym, a bankiem inwestycyjnym. Co ciekawe, operacja została przeprowadzona w bardzo krótkim czasie (ciekawa lekcja dla polskich nadzorców) i w sposób nieco odmienny od BoE. Bank Anglii ciągle ma problem ze znacjonalizowanym Northern Rock, czego Amerykanie uniknęli, bo Bear Stearns znalazł się w systemie prywatnym. Fed zdecydował się również na bardzo kontrowersyjne, bo gwałtowne obniżki stopy procentowej do 2,25% z 5,25% we wrześniu 2007 r.



Efektom współpracy Fed z rządem było uzupełnienie działań Fed pakietem fiskalnym w kwocie 168 mld USD oraz specjalne regulacje dla agencji rządowych zajmujących się kredytami hipotecznymi m.in. kilkuprocentowe obniżenie współczynnika kapitałowego, dzięki czemu agencje uzyskały ogromne możliwości zakupów i działalności na rynku kredytów hipotecznych.

Wydaje się, że skuteczność działań Fed również należy uznać za ograniczoną. Zastosowane narzędzia skoncentrowały się jedynie na leczeniu objawów (brak płynności rynków, zamykanie linii kredytowych), zamiast przede wszystkim przyczyn, tj. niewypłacalności części instytucji finansowych.

Reasumując, zasadniczy ciężar zarządzania kryzysem finansowym, w tym związane z tym ryzyko, przejęły na siebie banki centralne. Zakres wykorzystywanych narzędzi był różny i uzależniony od skali kryzysu oraz mandatu banku centralnego. Skuteczność działania była ograniczona, bo wynikała z misji banku centralnego, który może być co najwyżej pożyczkodawcą, ale nigdy nie właścicielem ostatniej instancji. Działania

banków centralnych dały sektorowi prywatnemu 8 miesięcy na identyfikację skali strat i znalezienia adekwatnych rozwiązań. Podjęte działania okazały się niewystarczające dla powstrzymania spirali spadków. Kryzys pokazał również, że sektor finansowy, poza inwestycjami SWF, jest bezradny w osiągnięciu *private sector solutions*. Potwierdza to przypadek Northern Rock, ale również Bear Stearns. Pojawiły się też postulaty większego i bezpośredniego zaangażowania państwa, jako *owner of last resort*, w rozwiązanie kryzysu.

Kryzys spowodował również powrót do dyskusji o dwóch znanych dylematach: (1) Możliwy konflikt między działaniem banków centralnych na rzecz stabilności finansowej a kontrolą inflacji (zasilanie w płynność; obniżki stóp procentowych). Wydaje się, że za pomocą nieselektywnego narzędzia, które oddziałuje na gospodarkę Fed próbuje rozwiązać selektywny problem. Koszt rozwiązania problemów, dedykowanych indywidualnej instytucji, w postaci ryzyka większej inflacji przerzuca na całą gospodarkę. (2) Kontrola cen towarów i usług konsumpcyjnych czy również cen aktywów: brak reakcji w czasach normalnych, kiedy ceny aktywów rosną; dramatyczne działania na rzecz zatrzymania spadku cen aktywów w czasach kryzysowych.

## Wnioski

Kanały oddziaływania należy określić jako dość typowe: (a) bezpośrednio ekspozycje kredytowe banków wobec banków zagranicznych; (b) zagraniczne finansowanie polskich banków; (c) ry-

zyko spowolnienia gospodarczego w strefie euro; (d) zaburzenia na rynkach finansowych (kurs walutowy i stopa procentowa) a zdolność kredytobiorców do spłaty kredytu; (e) transfer aktywów, który charakteryzuje się różnymi odsłonami, ale w sytuacji podobnej do dzisiejszej może być bardzo niebezpieczny; (f) warto mieć jednak na uwadze, że od kilka lat utrzymuje się wysoka dynamika akcji kredytowej, w tym kredytów hipotecznych; od 2007 r. relacja kredyty/depozyty > 1; istnieje ogromny potencjał konwergencyjny do dalszego szybkiego wzrostu aktywów sektora bankowego i finansowego, w tym kredytów, czyli problemy, które dotknęły kraje wysoko rozwinięte mogą również pojawić się w Polsce; istnieje potencjał do rozwoju nowych produktów finansowych oraz niebankowych instytucji finansowych.

Transgraniczny wymiar kryzysu na rynku kredytów hipotecznych wymaga globalnego sposobu rozwiązania problemu, czyli skoordynowania działania i znacznie większej współpracy nie tylko między bankami centralnymi. W innym przypadku możemy mieć poważny problem logistyczny.

W żadnym przypadku nie należy się uspokajać twierdzeniem, że w czasie kryzysu będziemy mieli do czynienia ze standardową sytuacją. Sytuacja kryzysowa z reguły zaskakuje.

Na pewno będzie niestandardowa, bardzo trudna do rozwiązania i bardzo trudno będzie podjąć decyzję, czy bank jest niewypłacalny, czy tylko przejściowo stracił płynność. Należy więc być przygotowanym na wypracowanie rozwiązania niestandardowego w bardzo krótkim czasie.

Zatem potrzebna jest nienaganna współpraca bank centralny-nadzór-rząd w ujęciu krajowym, jak i transgranicznym – znakomitym przykładem jest sposób ratowania Northern Rock i Bear Stearns.

Relacje z sektorem finansowym w sensie kontaktów, komunikacji, zrozumienia powinny być modelowe.

Konieczna jest także głęboka wiedza o tym, że stabilność finansowa jest dobrem publicznym. Wszyscy muszą mieć tego świadomość. Sytuacja kryzysowa wymaga bowiem podejmowania decyzji w bardzo krótkim czasie i to decyzji angażującej pieniądze podatników, a przecież żaden z decydentów nie ma delegacji *in blaco* do podejmowania takich decyzji. Bezdiskusyjna jest więc konieczność znakomitej współpracy rządzącej koalicji z opozycją, jakiegokolwiek by one były.

## Przypisy

<sup>1</sup> Do MIF zalicza się instytucje (na przykład banki), które przyjmują depozyty lub emitują bardzo krótkoterminowe papiery wartościowe oraz udzielają kredytów lub inwestują w papiery wartościowe na własny rachunek. Definicja ta jest szersza od definicji „instytucji kredytowych” istniejącej w prawie Wspólnoty Europejskiej, ponieważ obejmuje też fundusze rynku pieniężnego i kilka innych rodzajów instytucji.

<sup>2</sup> Structured Investment Vehicle (SIV) – fundusz inwestycyjny wydający nisko oprocentowane krótkoterminowe papiery wartościowe, a pozyskane w ten sposób środki inwestujący w papiery długoterminowe. Od początku kryzysu wiele z tego typu funduszy upadło ze względu na brak płynności na rynku finansowym.

Tekst nieautoryzowany.

## Wpływ zaburzeń na światowych rynkach finansowych na sytuację sektora bankowego w Polsce

### **Solidne fundamenty gospodarki i dobra kondycja sektora finansowego nie uchronią Polski przed wszystkimi skutkami globalnych zaburzeń**

W ocenach skutków głębokich zaburzeń w funkcjonowaniu globalnych rynków finansowych zapoczątkowanych w sierpniu 2007 r. dominuje przekonanie, że ich wpływ na polską gospodarkę i na polski sektor finansowy do tej pory był umiarkowany i taki powinien pozostać. Do czynników mających chronić Polskę od skutków tych zaburzeń zalicza się przede wszystkim silne podstawy naszego wzrostu gospodarczego, opartego głównie na dynamicznym wzroście popytu wewnętrznego, oraz bardzo niewielki stopień bezpośredniej zależności od gospodarki USA. Dla zilustrowania drugiego z tych argumentów często podaje się, że udział USA w strukturze geo-

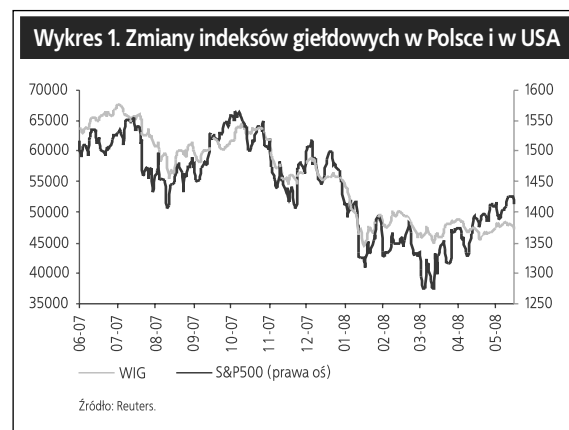
graficznej polskiego eksportu nie przekracza 2%. Do czynników mających pozwolić na utrzymanie stabilności systemu bankowego zalicza się, między innymi, solidną bazę kapitałową i bardzo dobre wyniki finansowe banków, brak bezpośredniego zaangażowania polskich instytucji finansowych w zagraniczne instrumenty finansowe oparte na kredytach typu subprime oraz brak tego typu kredytów w Polsce, bardzo małą skalę sekurytyzacji aktywów polskich banków, silny popyt na usługi bankowe i dobre perspektywy ich dalszego rozwoju ze względu na wciąż niską (w porównaniu do przeciętnej dla krajów UE) relację aktywów bankowych do PKB. Najbardziej zagregowane wskaźniki, takie jak relatywnie wysoka dynamika wzrostu PKB (6,6% w 2007 r.) i rekordowo wysokie zyski sektora bankowego (13,7 mld zł, czyli o 28,5% więcej niż w 2006 r.), zdają się potwierdzać tezę o względnym odizolowaniu wyników polskiej gospodarki od nieko-

rzystnej zmiany warunków zewnętrznych. Po części może to być wynikiem umiarkowanego wciąż stopnia otwartości polskiej gospodarki, ale w większej mierze jest to jednak zapewne wynikiem opóźnień w ujawnianiu się negatywnych skutków impulsów zewnętrznych. Najnowsze i mniej zagregowane dane statystyczne przedstawiają już nieco mniej korzystny obraz sytuacji. W opinii GUS, w ostatnim kwartale 2007 r. pojawiły się już pewne oznaki spowolnienia rozwoju polskiej gospodarki, do czego po części mógł się przyczynić wzrost kosztów i pogorszenie warunków dostępu do kredytów bankowych. Dane KNF pokazują też, że roczna dynamika wyniku finansowego netto banków obniżyła się w I kwartale 2008 r. do nieco poniżej 10%<sup>1</sup>.

## Rynek kapitałowy najskuteczniejszym kanałem transmisji skutków zaburzeń zewnętrznych

Twierdzenie, że zaburzenia na światowych rynkach finansowych nie wpłynęły na bieżącą sytuację w Polsce i na perspektywy jej dalszego rozwoju wydaje się równie fałszywe, jak teza, że mogą one doprowadzić w naszym kraju do załamania gospodarczego i kryzysu finansowego. Najszybszym i najbardziej skutecznym kanałem przenoszenia negatywnych impulsów z otoczenia zewnętrznego okazał się rynek kapitałowy. Zmiany notowań na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie były ściśle skorelowane z notowaniami giełdowymi w USA. W pierwszej połowie sierpnia 2007 r., czyli w czasie, gdy rozpoczęła się ostra faza zaburzeń na rynkach fi-

nansowych, indeks WIG-20 stracił około 11% swojej wartości. Po przejściowej poprawie notowań trwającej do końca października (29.10. ubr. WIG-20 osiągnął 3917 pkt.) nastąpiła faza gwałtownego spadku, podczas której indeks WIG-20 obniżył się o około 30% (do połowy marca 2008 r.).



Można wprawdzie zgodzić się z tezą, że po długim okresie euforii na GPW notowania większości spółek oderwały się od ich fundamentalnej wartości i stąd pewna korekta była zarówno oczekiwana, jak i pożądana. Nie oznacza to jednak, że tak głęboka korekta (która bez negatywnych impulsów zewnętrznych byłaby zapewne łagodniejsza i/lub bardziej rozłożona w czasie) nie ma wielu niekorzystnych implikacji dla polskiej gospodarki. Największym zagrożeniem jest ryzyko osłabienia dynamiki inwestycji wskutek pogorszenia się nastrojów przedsiębiorców i zmniejszenia możliwości pozyskiwania kapitału w drodze emisji akcji. Dowodem na to są dość liczne informacje o odłożeniu planowanych emisji na rynku pierwotnym, o ograniczeniu ich skali, czy też o złych rezultatach przeprowadzonych transakcji. Sytuacja na giełdzie może również

wpływać na poziom spożycia indywidualnego poprzez tzw. efekt majątkowy (*wealth effect*). Ze względu na dość mały, szacowany na około 8%, udział bezpośrednich lokat giełdowych w całości oszczędności prywatnych znaczenie rzeczywistych i „papierowych” zysków i strat indywidualnych inwestorów wynikających ze zmian notowań giełdowych uznawane jest zwykle za dość niewielkie. Nie oznacza to jednak, że zmiany wartości portfela nie mają wpływu na zachowanie i nastroje właścicieli lokat giełdowych. Potencjalny wpływ załamania notowań giełdowych na kształtowanie się popytu konsumpcyjnego znacznie wzrasta, jeśli uwzględni się, że dochodowość znacznej części środków ulokowanych w jednostkach funduszy inwestycyjnych, w ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych oraz w funduszach emerytalnych również ściśle uzależniona jest od sytuacji na giełdzie. Nie można wykluczyć, że dość zaskakujący spadek dynamiki konsumpcji w IV kwartale 2007 r. był w części efektem utraty wartości zasobów pośrednio i bezpośrednio ulokowanych na giełdzie.

Sytuacja na GPW i sytuacja w sektorze bankowym są ze sobą powiązane, gdyż na banki przypada obecnie ponad 50% kapitalizacji warszawskiej giełdy, zaś obrót akcjami banków stanowił w ciągu ostatniego roku około 1/4 całości obrotów na GPW. Mimo bardzo dobrych wciąż wyników finansowych banków, wartość indeksu WIG-Banki w okresie od końca października 2007 r. do połowy marca 2008 r. obniżyła się nawet nieco bardziej niż WIG-20, gdyż o około 35%. Można więc twierdzić, że globalny spadek zaufania do instytucji finansowych wpłynął w istotnym stopniu na poziom notowań na GPW



Szczególnie ważną dla sektora bankowego konsekwencją załamania giełdowego jest masowe wycofywanie środków ulokowanych w funduszach inwestycyjnych (FI). Szacuje się, że od końca października 2007 r. do końca kwietnia 2008 r. inwestorzy wycofali z FI środki o wartości przewyższającej o około 18 mld zł. Ma to dla banków zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki. Niezwykle korzystny dla banków w sytuacji utrudnionego dostępu do finansowania okazał bardzo duży wzrost depozytów gospodarstw domowych związany z lokowaniem środków wycofywanych z FI. W I kwartale 2008 r. depozyty te zwiększyły się o 22 mld zł, czyli o prawie taką samą kwotę jak w całym 2007 r. Ceną, jaką banki musiały zapłacić za przyciągnięcie tych środków, był istotny wzrost przeciętnego oprocentowania depozytów i znaczne nasilenie się konkurencji w tym obszarze. Do negatywnych skutków dużego spadku wartości aktywów ulokowanych w FI zaliczyć można natomiast spadek dochodów z tytułu prowizji wypłacanych bankom pośredniczącym w dystrybucji jednostek FI w oraz innych dochodów uzyskiwanych przez banki będące właścicielami instytucji zarządzających FI. Banki odczuwają również skutki pogorszenia sytu-

acji na giełdzie poprzez gorsze wyniki swych biur maklerskich.

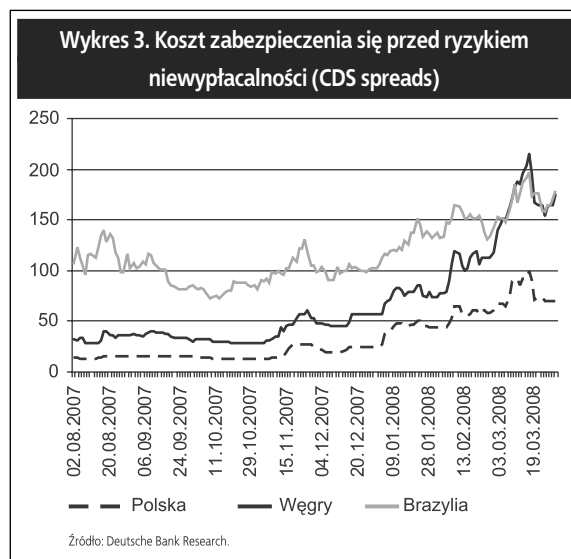
## **Trudniejszy i droższy dostęp do finansowania zagranicznego**

Analizując wpływ zaburzeń na rynkach globalnych na stabilność polskiego systemu bankowego, Narodowy Bank Polski wyróżnił szereg kanałów, przez które mogłyby być przenoszone skutki tych zaburzeń<sup>2</sup>. Do kanałów bezpośrednich zaliczono kredytowy, finansowania i rynkowy, zaś do pośrednich, m. in., makroekonomiczny, kapitałowy i zaufania. Analiza przeprowadzona przez ekspertów NBP zakończyła się wnioskiem, że potencjalnie największe zagrożenia niesie kanał makroekonomiczny, zaś najszybciej ujawnić mogą się niekorzystne skutki oddziaływania kanału kapitałowego (wyczerpywanie się nadwyżki zasobów kapitałowych nad wymogami regulacyjnymi). Ryzyko generowane przez inne kanały uznano za umiarkowane i generalnie stwierdzono, że „polski sektor bankowy wykazuje znaczną odporność na zagrożenia płynące z rynków globalnych”<sup>3</sup>, choć przyznano też, że dynamicznie zmieniająca się sytuacja wymaga uważnego monitorowania. Takie stanowisko i próbę szczegółowego przeanalizowania źródeł ryzyka dla polskiego systemu bankowego można uznać za pewien postęp w relacji do przedstawionej przez NBP w październiku 2007 r. tezy, że „zaburzenia na międzynarodowym rynku pieniężnym nie wpłynęły na sytuację polskich banków”<sup>4</sup>. W dalszym ciągu wydaje się jednak, że w opiniach tych nie są dostrzegane wszystkie konsekwencje i zagrożenia, czego przykładem jest ocena skutków

zmian w warunkach dostępu do finansowania zagranicznego.

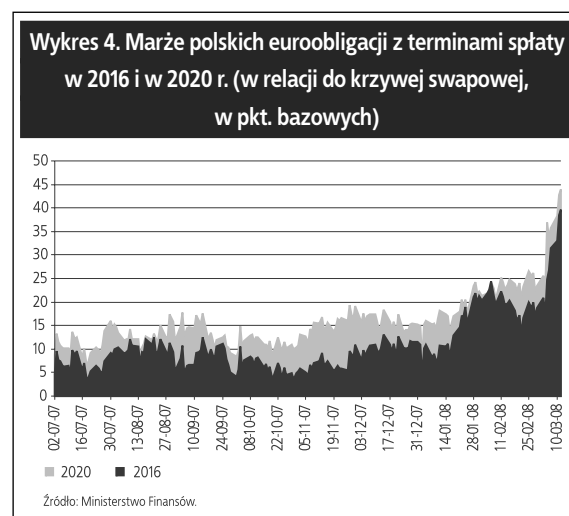
Jednym z głównych następstw zaburzeń i załamania się płynności na globalnych rynkach finansowych był znaczny wzrost awersji do ryzyka i zdecydowane pogorszenie warunków dostępu do wielu kluczowych segmentów rynku. Znacznie zmalała też wartość obrotów różnymi instrumentami finansowymi, a w niektórych przypadkach aktywność rynku spadła niemal do zera (co w pierwszym rzędzie dotyczy oczywiście emisji instrumentów opartych na kredytach typu subprime). Według danych Banku Rozrachunków Międzynarodowych<sup>5</sup>, wartość netto emisji obligacji uplasowanych na rynku międzynarodowym zmalała z blisko 1,1 biliona USD w II kwartale 2007 r. do około 400 mld USD w III kw. i mniej niż 500 mld USD w IV kw. ub. roku. Spadek zaufania i gwałtowne zmniejszenie płynności na rynkach bazowych znacznie pogorszyły też możliwości uzyskania finansowania przez polskie banki. Wyraziło się to w dużo mniejszej liczbie otrzymywanych ofert kredytowych, w zmniejszeniu proponowanych kwot i/lub skróceniu okresów finansowania oraz w zwiększeniu poziomów marż. Niewielka liczba transakcji zawartych od listopada ub. roku oraz niechęć banków do ujawniania ich szczegółowych warunków nie pozwala na udokumentowanie skali wzrostu kosztów, ale na podstawie wrywkowych informacji można szacować, że marże, jakie polskie banki muszą obecnie płacić przy zaciąganiu średnioterminowych zobowiązań zagranicznych, zwiększyły się od połowy ub. roku kilkakrotnie. Dla zobrazowania tego, jak bardzo w następstwie globalnych zaburzeń

zmieniła się rynkowa wycena polskiego ryzyka można posłużyć się notowaniami instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem niewypłacalności polskich pożyczkobiorców. Marże tzw. *credit default swaps* (CDS), które jeszcze do końca października 2007 r. utrzymywały się w przedziale od 12 do 16 pkt. bazowych (pb), w połowie marca 2008 r. doszły do poziomu 100 pb. Oznacza to, że w tym okresie około siedmiokrotnie zwiększył się koszt ochrony przed ryzykiem związanym z finansowaniem polskich podmiotów, co oczywiście znacznie zwiększało koszt takiego finansowania i zmniejszało jego dostępność. Od połowy marca marże CDS dla Polski zaczęły się obniżać, ale w końcu tego miesiąca wciąż jeszcze zbliżone były do 70 bp.



Innym dowodem na znaczne pogorszenie się warunków dostępu do finansowania zagranicznego są notowania euroobligacji wyemitowanych przez Skarb Państwa. O ile w lipcu 2007 r. w notowaniach na rynku wtórnym marża dla bench-

markowej obligacji z terminem spłaty w 2016 r. utrzymywała się poniżej 10 pb (w relacji do stopy swapowej), to w marcu 2008 r. przekroczyła ona 40 pb. Nic więc dziwnego, że przy tak niekorzystnej zmianie warunków rynkowych Ministerstwo Finansów nie zdecydowało się na zrealizowanie planowanej wstępnie na początek roku emisji obligacji nominowanych w euro.

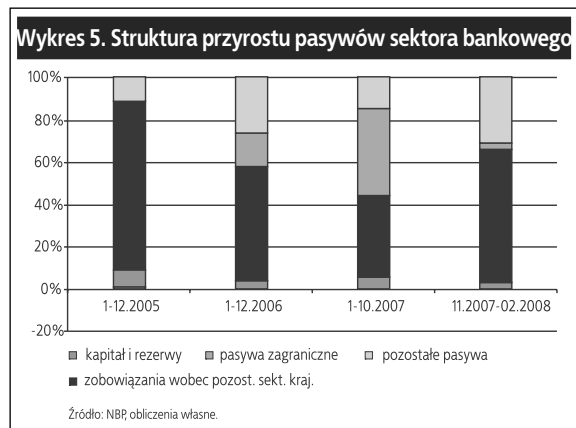


W marcu doszło wprawdzie do emisji obligacji Skarbu Państwa nominowanej we frankach szwajcarskich, ale ta niezbyt udana transakcja dość dobrze ilustruje skalę pogorszenia się sytuacji rynkowej. Emisja ta składała się z transzy o wartości 225 mln CHF uplasowanej na 4 lata z marżą 20 pb ponad stopę swapową i z transzy o wartości 250 mln CHF z 9-letnim terminem spłaty i marżą 37 pb. Podobna emisja zrealizowana w kwietniu 2007 r. miała łączną wartość 1,5 mld CHF (czyli ponad trzy razy więcej), zaś marże były kilkakrotnie niższe nawet przy dłuższych terminach spłaty (tylko 5 pb dla transzy na 5 lat i 13 pb dla transzy na 12 lat). Warunki transakcji realizowanych przez Skarb



Państwa są zwykle punktem odniesienia dla innych polskich podmiotów ubiegających się o finansowanie ze źródeł zagranicznych. Skoro więc Ministerstwo Finansów ma trudności z wejściem na rynek i musi akceptować wyższe koszty, to można zakładać, że sytuacja ta w jeszcze większym stopniu dotyczy polskich banków i innych potencjalnych pożyczkobiorców.

Drastyczne ograniczenie skali finansowania zagranicznego i znaczny wzrost jego kosztów można uznać za najbardziej widoczną i dotkliwą dla polskich banków konsekwencję zaburzeń na globalnych rynkach finansowych. Już od połowy 2006 r. zobowiązania zagraniczne były najszybciej rosnącym elementem całości pasywów sektora bankowego. W październiku 2007 r. roczna dynamika ich wzrostu zbliżyła się do 78%, co spowodowało, że udział pasywów zagranicznych w sumie bilansowej banków, który w poprzednich kilku latach utrzymywał się w przedziale od 7 do 8%, wzrósł w tym czasie do blisko 13%. Ten wciąż relatywnie niewielki udział maskuje rzeczywiste znaczenie tego źródła w finansowaniu wzrostu aktywności banków przez większość 2007 r. W okresie od stycznia do października 2007 r. pasywa zagraniczne banków zwiększyły się o ponad 41 mld zł i jak pokazuje wykres nr 5 były w tym czasie najważniejszym źródłem środków finansujących wzrost aktywów banków. Sytuacja diametralnie się zmieniła w czterech następujących miesiącach (do końca lutego 2008 r.), kiedy to banki niemal całkowicie utraciły dostęp do finansowania zagranicznego, zaś głównym źródłem nowych środków stały się szybko rosnące depozyty gospodarstw domowych.



Dobłą ilustracją roli pasywów zagranicznych w finansowaniu działalności banków może być wykres nr 6, który pokazuje jak ściśle dynamika pasywów zagranicznych powiązana była w ostatnim okresie z dynamiką kredytów na cele mieszkaniowe. Można jednak zakładać, że istotna część zobowiązań zagranicznych zaciągana była przez banki nie ze względu na brak alternatywnych źródeł finansowania, ale w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem kursowym związanym z udzielaniem kredytów hipotecznych w obcych walutach (głównie frankach szwajcarskich). Trzeba też podkreślić, że w strukturze zobowiązań zagranicznych polskich banków duży udział mają

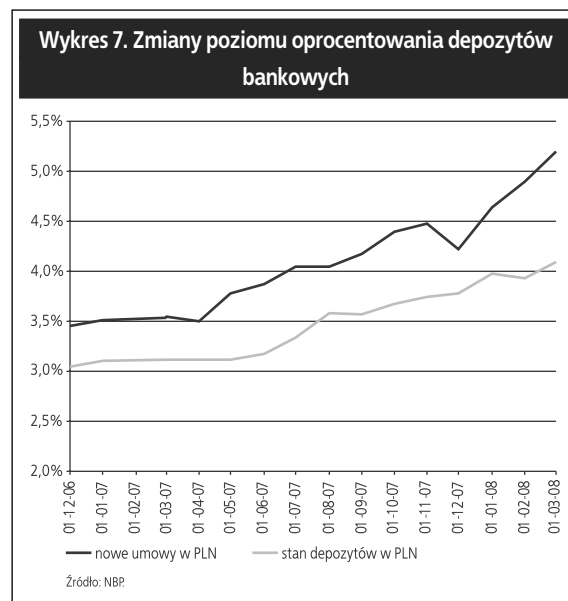


kredyty otrzymane od ich zagranicznych właścicieli, co sugeruje, że możliwość dalszego korzystania z tego źródła finansowania zależeć będzie w dużej mierze od sytuacji finansowej i płynności podmiotów dominujących.

## Warunki dostępu do finansowania ze źródeł krajowych również się pogorszyły

Pogorszenie warunków dostępu do finansowania nie ograniczyło się tylko do rynków zagranicznych. Choć na polskim rynku międzybankowym nie doszło do zaburzeń płynności podobnych do tych, jakie wystąpiły na najważniejszych rynkach (w USA, strefie euro i w Wielkiej Brytanii), to również tutaj w ostatnim kwartale 2007 r. i w pierwszych miesiącach 2008 r. doszło do wyraźnego zwiększenia różnic między stawkami rynkowymi a stopą referencyjną NBP. Marża między stawką WIBOR dla depozytów trzymiesięcznych a stopą NBP wzrosła z około 20 pb w I połowie 2007 r. do ponad 70 pb w końcu listopada ub. roku. Choć wzrost tej marży odzwierciedla również oczekiwania na kolejne podwyżki oficjalnych stóp procentowych, to w części można go wiązać również z pogorszeniem się płynności na rynku międzybankowym. W odróżnieniu od wielu innych banków centralnych NBP nie musiał wprowadzić podejmować żadnych nadzwyczajnych działań dla zwiększenia płynności na rynku, ale temu celowi sprzyjało z pewnością zmniejszenie stanu pozostających w obiegu bonów pieniężnych z blisko 20 mld zł w końcu października do około 7,5 mld zł w końcu grudnia 2007 r. Konieczność pozyska-

nia niemal całego finansowania ze źródeł krajowych przyczyniła się do znacznego nasilenia się konkurencji o depozyty klientów. Jednym z jej przejawów jest swoista „wojna cenowa” o depozyty gospodarstw domowych zapoczątkowana przedstawioną przez bank PKO BP w styczniu 2008 r. ofertą oprocentowania lokat na poziomie 6% w skali rocznej. Wyrazem rosnących kosztów pozyskiwania środków z rynku krajowego jest wzrost przeciętnego poziomu oprocentowania nowych depozytów bankowych z 3,9% w końcu czerwca 2007 r. do 5,2% w marcu 2008 r., czyli w skali w pełni pokrywającej się ze wzrostem stopy referencyjnej NBP (która w tym okresie została podniesiona o łącznie 125 pb). Przeciętne oprocentowanie ogółu depozytów (bez rachunków bieżących) wzrosło w tym czasie o 0,9 pkt. proc. (z 3,2% do 4,1%).



Można szacować, że taki wzrost oprocentowania depozytów zwiększa roczne wydatki banków na ten cel o ponad 4 mld zł, co stanowi równo-

wartość około 30% całego zysku netto wypracowanego przez sektor bankowy w 2007 r. Brak jest wprawdzie szczegółowych informacji o cenach, jakie poszczególne banki musiały w ostatnim okresie płacić za zapewnienie sobie średnio-terminowego finansowania w złotych ze źródeł rynkowych, ale dla zobrazowania skali wzrostu kosztów takiego finansowania można się posłużyć danymi o wysokości marż przy emisji listów zastawnych BRE Banku Hipotecznego. O ile w kwietniu 2007 r. marża płacona przez ten bank ponad odpowiednią stawkę WIBOR wynosiła jeszcze tylko 30 pb, to w listopadzie wzrosła ona do 60 pb, a przy emisji uplasowanej w marcu 2008 r. wyniosła już 80 pb.

### **Zaburzenia zewnętrzne nie pojawiły się w okresie szczególnie dogodnym dla polskich banków**

W ocenach zaburzeń na rynkach globalnych dość często podkreśla się fakt, że ważnym czynnikiem ograniczającym skalę ich negatywnych konsekwencji była relatywnie silna pozycja finansowa większości banków i innych głównych instytucji finansowych w momencie rozpoczęcia się tych zaburzeń. Można się w zasadzie zgodzić z takim twierdzeniem, choć późniejsze wydarzenia pokazały, że silna na pozór baza kapitałowa wielu banków okazała się dalece niewystarczająca ze względu na skalę strat i duży poziom ryzyka formalnie „wyprowadzonego” poza bilanse banków. Uwagi o dobrej kondycji instytucji finansowych jako czynnika amortyzującym skutki zaburzeń w pełni odnoszą się również do sytu-

acji w polskim sektorze bankowym. Wszystkie nasze banki spełniały w końcu 2007 r. obowiązujące normy wyposażenia w kapitał, zaś cały sektor cechowały wysoka rentowność i szybkie tempo wzrostu zysków. Wynik finansowy netto zwiększył się w ub. roku o 28,5% (do 13,7 mld zł), zaś przeciętne wskaźniki zwrotu z aktywów i z kapitału oszacowane zostały na, odpowiednio, 1,8% i 24,6%.

Na korzyść polskich banków działają również takie czynniki, jak brak inwestycji w instrumenty finansowe oparte na kredytach typu subprime, brak znaczących należności od zagranicznych instytucji finansowych, które ucierpiały wskutek ostatnich zaburzeń oraz brak własnych jednostek specjalnego przeznaczenia, których zobowiązania mogłyby obciążyć wyniki banków. Mimo ogólnie dobrej sytuacji polskich banków, należy jednak zwrócić uwagę na wiele zmian w ich warunkach, które sprawiły, że stały się one bardziej wrażliwe na negatywne impulsy z otoczenia zewnętrznego. Z tego powodu można więc twierdzić, że zaburzenia na globalnych rynkach nie wystąpiły w okresie szczególnie dogodnym dla polskiego sektora bankowego. Jedną z najważniejszych ze wspomnianych zmian jest pojawienie się nadwyżki należności monetarnych instytucji finansowych nad ich zobowiązaniami wobec pozostałych sektorów krajowych.

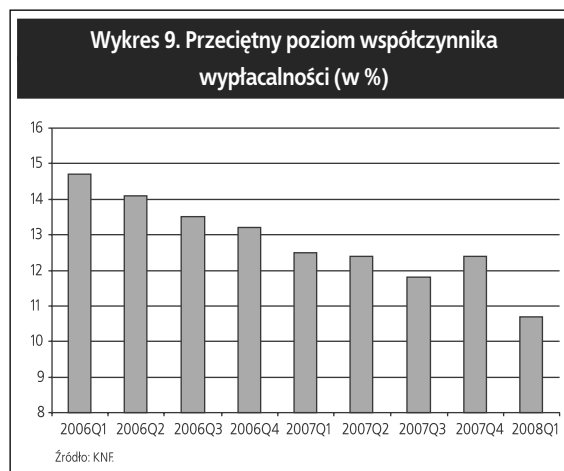
Oznacza to, że skończył się okres łatwego finansowania wzrostu aktywów banków przez wykorzystywanie nadwyżki depozytów klientów i że banki stały się bardziej zależne od finansowania rynkowego i zagranicznego. Taki stan jest wypadkową bardzo dynamicznego wzrostu wo-

lumenu kredytów i dość szybko spadającego od wiosny 2007 r. tempa wzrostu depozytów przedsiębiorstw. Obserwowane od listopada ub.r. zwiększenie depozytów ludności pozwoliło wprawdzie na powstrzymanie spadku dynamiki całości depozytów, ale nie było wystarczające do przywrócenia na trwałe tradycyjnej ich nadwyżki nad należnościami od sektora niefinansowego.



## Konieczność wzmocnienia bazy kapitałowej banków jednym z kluczowych wniosków z zaburzeń

Innym niekorzystnym zjawiskiem jest stałe i dość szybkie obniżanie się przeciętnego współczynnika wypłacalności banków. Pozostaje on wprawdzie wciąż na bezpiecznym poziomie, ale jego poziom spadł z 14,7% w I kw. 2006 r. do 10,7% w I kw. 2008 r. Spadek ten wynika zarówno z szybkiego wzrostu aktywów banków, jak i z tego, że w ich strukturze rośnie udział kategorii obciążonych wyższym poziomem ryzyka.



Ten wzrost skłonności do ryzyka niesie za sobą dość istotne zagrożenia, gdyż nie ma gwarancji, że we wszystkich bankach w równie szybkim tempie zwiększają się umiejętności zarządzania ryzykiem. Z szacunków przeprowadzonych przez NBP jesienią 2007 r. wynikało, że przy utrzymaniu się przez kolejny rok dotychczasowego tempa wzrostu kredytów i bez powiększenia w tym czasie kapitałów, aż w 11 bankach współczynnik wypłacalności spadłby poniżej poziomu 8%. O dość dużej wrażliwości banków na pogorszenie się jakości aktywów świadczyć może fakt, że przeklasyfikowanie 10% aktywów do kategorii „wątpliwe” spowodowałoby, że banki kontrolujące aż 42% całości aktywów przestałyby spełniać wymogi regulacyjne dotyczące wyposażenia w kapitał<sup>6</sup>. Trzeba podkreślić, że szacunki te sporządzone zostały na bazie danych z połowy 2007 r., zaś od tej pory doszło zarówno do wzrostu aktywów, jak i do zwiększenia wymogów kapitałowych ze względu na wejście w życie Nowej Umowy Kapitałowej. Wzmocnienie bazy kapitałowej stało się więc jednym z istotnych warunków dalszego dynamicznego rozwoju polskich banków. Choć w naszym przypadku problemy

z grożącym bankom niedostatkami kapitału są raczej wynikiem swoistej „klęski urodzaju” (silny popyt na usługi bankowe) i nie wynikają z konieczności pokrywania strat związanych z zawirowaniami na rynkach światowych, to zaburzenia te mogą utrudnić proces pozyskiwania niezbędnych zasobów kapitałowych. Jedną z przyczyn jest to, że zagraniczni właściciele banków, którzy ponieśli straty w wyniku kryzysu, mogą mieć obecnie mniejsze możliwości zasilania swych afiliacji w dodatkowy kapitał.

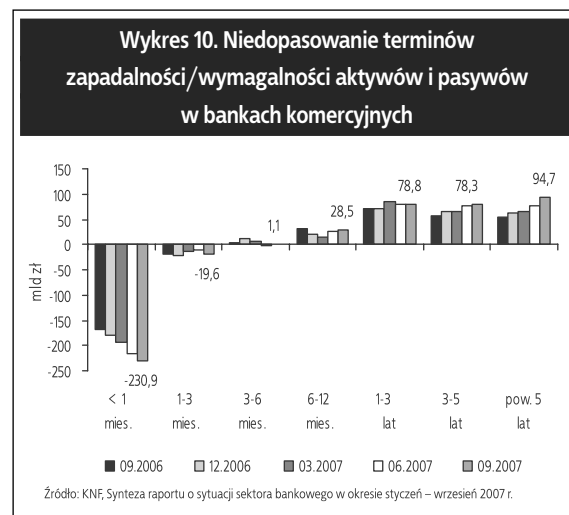
W skrajnych przypadkach ci właściciele mogliby nawet podjąć próbę transferu nadwyżek kapitału ze swych jednostek podległych (np. poprzez odpowiednie kształtowanie polityki wypłaty dywidend). Choć brak jest dotąd dowodów na stosowanie tego rodzaju praktyk, to troska o umocnienie bazy kapitałowej polskich banków dała zapewne asumpt do sformułowania przez przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego apelu o ograniczenie skali wypłacanych dywidend. Zaburzenia na globalnych rynkach mogą również niekorzystnie wpływać na proces pozyskiwania przez banki dodatkowego kapitału poprzez pogorszenie warunków dostępu do funduszy uzupełniających (pożyczek podporządkowanych) i wskutek dużo mniej sprzyjających warunków do emisji akcji.

W kwestii wyposażenia banków w kapitał można się zgodzić z opinią NBP, że odpowiedni poziom bufora kapitałowego jest sprawą o kluczowym znaczeniu dla polskich banków<sup>7</sup>. Nieadekwatność tego bufora była zdaniem dyrektora generalnego BIS Malcolma Knighta jedną z największych niespodzianek związanych z ostatni-

mi zaburzeniami<sup>8</sup>. Okazało się bowiem, że silna baza kapitałowa, którą instytucje finansowe szczyły się w tzw. dobrych czasach (przed wybuchem zaburzeń), okazała się dalece niewystarczająca wobec skali ujawnionego ryzyka.

### Nagłe załamanie płynności na rynkach bazowych przypomnielo o znaczeniu ryzyka płynności

Kolejnym zjawiskiem pozwalającym uzasadnić tezę, że zaburzenia zewnętrzne pojawiły się w niezbyt dogodnym okresie dla polskich banków, jest stale pogłębiające się niedopasowanie struktury terminowej aktywów i pasywów. Jednomiesięczna luka płynności zwiększyła się z około 100 mld zł w połowie 2005 r. do ponad 230 mld zł, zaś przewaga należności nad zobowiązaniami dla terminów powyżej jednego roku (czyli tzw. luka dodatnia) wzrosła do ponad 250 mld zł.



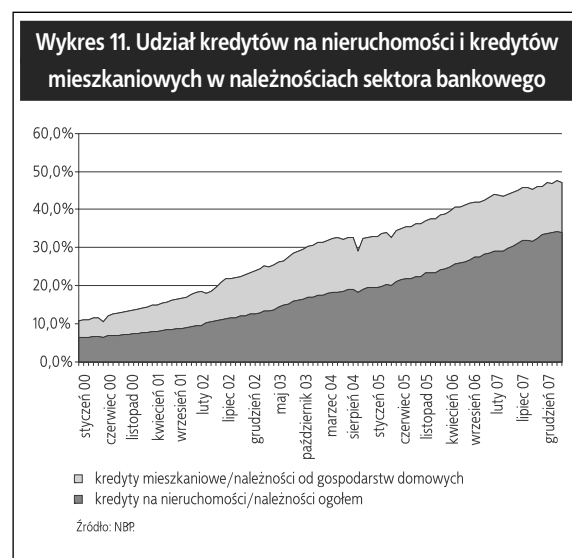
Niedopasowanie terminów aktywów i pasywów jest wprawdzie niemal nieodłączną cechą dzia-

łałności banków, ale, jak przypomina choćby szef banku centralnego Szwecji Stefan Ingves, jest to też główna przyczyna większości kryzysów<sup>9</sup>. Przykład brytyjskiego banku Northern Rock dobrze ilustruje, do czego doprowadzić może oparcie finansowania długoterminowych aktywów na nie dość stabilnych i zbyt ryzykownych źródłach. Dlatego też KNF słusznie zwraca uwagę, że szybki wzrost długoterminowych kredytów, które w rosnącym stopniu finansowane są krótkoterminowymi środkami z rynku pieniężnego, jest zjawiskiem niebezpiecznym, gdyż w okresie silnych zaburzeń rynkowych może doprowadzić do utraty płynności<sup>10</sup>. Potrzeba zwracania odpowiednio dużej uwagi na ryzyko płynności i zapewnienia odpowiednio stabilnych i zróżnicowanych źródeł finansowania jest jedną z głównych nauk, jakie wypływają z ostatnich zaburzeń w światowym systemie finansowym. W tym kontekście można uznać, że Komisja Nadzoru Bankowego wykazała się pewną dalekowzrocznością przyjmując już w marcu 2007 r. uchwałę wprowadzającą wiążące banki normy płynności. Efekty tej uchwały można będzie jednak ocenić dopiero w drugiej połowie 2008 r., kiedy to przestrzeganie wprowadzonych norm stanie się obligatoryjne.

### Znaczny wzrost zależności polskich banków od kredytów na nieruchomości

Do czynników zwiększających (choć raczej tylko pośrednio) wrażliwość polskich banków na skutki kryzysu zapoczątkowanego na rynku kredytów hipotecznych w USA zaliczyć moż-

na również ich znacznie zwiększoną w ostatnich latach zależność od kredytów na cele mieszkaniowe. Udział kredytów mieszkaniowych w całości należności banków od gospodarstw domowych zwiększył się z zaledwie 11% na początku 2000 r. do około 47% w I kwartale 2008 r. Kredyty te stanowią obecnie nieco ponad 1/4 całości kredytów bankowych (po wyłączeniu należności od innych banków), a po dodaniu kredytów na nieruchomości dla przedsiębiorstw udział ten wzrasta do około 1/3.



Ze względu na bardzo wysoką dynamikę tych kategorii kredytów (33% dla kredytów mieszkaniowych dla ludności i 45% dla całości kredytów na nieruchomości), odegrały one kluczową rolę we wzroście aktywów sektora bankowego w 2007 r. Dla porównania można dodać, że w strefie euro na kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych przypadało w 2007 r. mniej niż 10% całego przyrostu aktywów bankowych. Kryzys na rynku kredytów subprime zwrócił uwagę na ryzyka związane z udzielaniem

kredytów na cele mieszkaniowe, w tym zwłaszcza na bardzo negatywne skutki załamania się wzrostu cen nieruchomości i zbytnej liberalizacji warunków kredytów. W sytuacji, gdy wzrost dochodów i zysków polskich banków stał się bardzo zależny od dynamiki popytu na kredyty hipoteczne, wyraźne pogorszenie się koniunktury na naszym rynku nieruchomości w drugiej połowie 2007 r. (wyrażające się w stabilizacji lub spadkach cen w niektórych regionach kraju i w malejącej dynamice kredytów mieszkaniowych) należy potraktować jako poważny sygnał ostrzegawczy i zachętę o zwiększenia uwagi na ryzyka związane z tym obszarem działalności banków. Nie dość, że powszechny spadek cen nieruchomości zmniejszyłyby wartość zabezpieczenia kredytów, to w polskich warunkach dodatkowym źródłem ryzyka dla banków mogą się okazać nieprzetestowane dotąd w szerszej skali przepisy prawne potencjalnie ograniczające skuteczność odzyskiwania należności zabezpieczonych hipoteką.

### **Dobre i mniej dobre aspekty opóźnień w korzystaniu z sekurytyzacji**

Do cech polskiego systemu bankowego mających zabezpieczać go przed kryzysem podobnym do tego, jaki wystąpił w USA, zalicza się często bardzo ograniczoną skalę sekurytyzacji aktywów, brak kredytów typu subprime oraz relatywnie niski udział należności zagrożonych. Do tej listy można by jeszcze dodać wysoką jakość nadzoru nad sektorem bankowym, gdyż w przypadku USA rozproszenie nadzoru i niedo-

skonałość regulacji prawnych były jednym z czynników, które doprowadziły do kryzysu. O ile trudno się nie zgodzić z tezą o pożytkach płynących z dobrego nadzoru i rozsądnych regulacji, o tyle znaczenie wcześniej wymienionych czynników wydaje się już mniej bezsporne. Przede wszystkim należy odróżnić brak inwestycji w zagraniczne instrumenty będące produktem sekurytyzacji od bardzo małego zakresu stosowania sekurytyzacji w Polsce.

To pierwsze zjawisko, niezależnie od tego, czy wynikało ono z ostrożności banków, czy też z możliwości uzyskania przez nie dużo wyższych dochodów na rynku krajowym (np. poprzez udzielanie kredytów konsumpcyjnych) z pewnością ochroniło polskie banki przed stratami, które stały się udziałem wielu innych instytucji finansowych. Niemal całkowity brak sekurytyzacji aktywów bankowych w Polsce ma natomiast zarówno pozytywne, jak i negatywne aspekty. Szeroki zakres sekurytyzacji i związany z tym rozwój modelu „*originate and distribute*”, w którym banki stają się tylko pośrednikiem w dystrybucji ryzyka są często i słusznie uznawane za jeden z czynników, który doprowadził do kryzysu na rynku kredytów subprime i związanych z nim globalnych zaburzeń.

Istnieją bardzo solidne analizy dowodzące, że rozwój sekurytyzacji na rynku USA powiązany był z obniżaniem standardów przy ocenie ryzyka kredytowego i ze wzrostem (o około 20%) prawdopodobieństwa niewypłacalności<sup>11</sup>. Brak perspektywy szybkiego pozbycia się ryzyka poprzez sekurytyzację powinien więc z założenia skłaniać polskie banki do większej ostrożności

przy ocenie wiarygodności klientów i przez to pozwalać na zapewnienie odpowiedniej jakości aktywów. Taka sytuacja ma jednak też niekorzystny aspekt, gdyż oznacza, że polskie banki pozbawione są możliwości szerokiego refinansowania swych aktywów, czego konsekwencją jest to, że całe ryzyko związane z portfelem kredytów hipotecznych obciąża bezpośrednio bilanse i kapitały banków. Jedną z teoretycznych zalet sekurytyzacji jest możliwość zmiany struktury aktywów i uwolnienia przez to zasobów kapitałowych pozwalających na dalszy rozwój aktywności banków.

Ankieta przeprowadzona przez GINB w końcu 2006 r. pokazała, że ponad 40% badanych banków było zainteresowanych przeprowadzeniem sekurytyzacji i że głównym tego celem miało być obniżenie wymogów kapitałowych. W opublikowanym we wrześniu 2007 r. podsumowaniu wyników swej ankiety GINB stwierdził, że „dalszy rozwój rynku sekurytyzacyjnego w naszym kraju jest wskazany z ekonomicznego punktu widzenia” i że będzie to miało korzystne skutki dla klientów banków<sup>12</sup>. Choć z dzisiejszej perspektywy należy z pewną ostrożnością podchodzić do tego rodzaju ocen, to złe doświadczenia z ostatniego okresu z pewnością nie pozbawiają dobrze przeprowadzonej sekurytyzacji wszystkich jej zalet. Efektem tych złych doświadczeń będzie jednak z pewnością dalsze zwiększenie opóźnień w rozwoju sekurytyzacji w Polsce, co z jednej strony pozwoli na uniknięcie błędów i strat poniesionych przez inne kraje, ale też pozbawi banki potencjalnych korzyści z większej elastyczności w kształtowaniu struktury aktywów.

## **Nawet, jeśli w Polsce nie ma kredytów subprime, to rośnie ryzyko kredytowe**

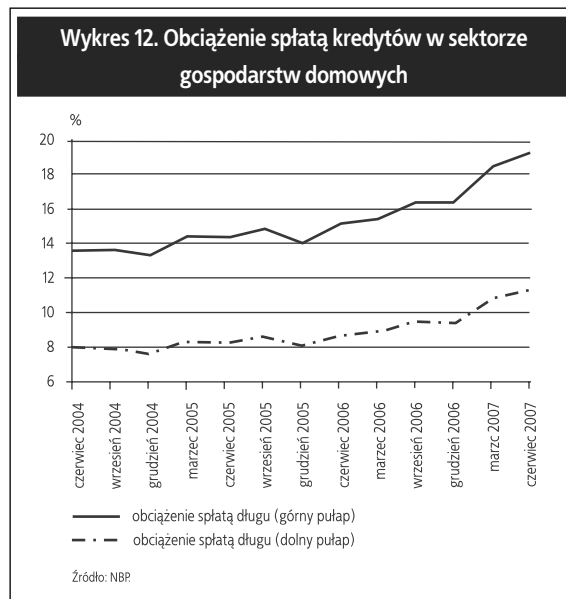
Choć trudno byłoby podważyć wprost tezę, że w Polsce nie występuje kategoria kredytów typu subprime, to można też twierdzić, że szybki wzrost kredytów i praktyki konkurencyjne stosowane przez wiele banków prowadzą do stopniowego pogarszania się jakości aktywów (nawet, jeśli nie jest to jeszcze widoczne we wzroście udziału należności zagrożonych). W obliczu narastania konkurencji na rynku kredytów hipotecznych banki nie tylko obniżały swe marże, ale też podejmowały inne działania ułatwiające dostęp do tych kredytów. Do takich działań można zaliczyć, między innymi, wydłużanie okresu spłaty (nawet do 50 lat), zmniejszanie (lub całkowite eliminowanie wkładu własnego) i podnoszenie relacji kredytu do wartości nieruchomości, łagodzenie zasad szacowania zdolności kredytowej (np. poprzez zaniżanie minimalnych kosztów utrzymania i/lub pomijanie niektórych kategorii stałych obciążeń), włączanie dodatkowych członków rodziny (lub innych osób) do grona kredytobiorców oraz liberalizowanie wymogów dokumentacyjnych (np. akceptacja różnych form umów o pracę, w tym okresowych). Tego typu praktyki mogły teoretycznie prowadzić do sytuacji, że udzielane były kredyty na ponad 100% wartości nieruchomości i na okres 50 lat, których obsługa pochłaniała ponad 50% bieżących dochodów kredytobiorców. Można twierdzić, że profil ryzyka takich kredytów nie różniłby się już znacząco od kredytów typu subprime. Choć wydana przez Komisję Nadzoru Bankowego w 2006 r. rekomendacja S odegrała pozytywną rolę zwracając uwagę na różnego ro-



dzaju ryzyko związane z udzielaniem kredytów hipotecznych (w tym zwłaszcza ryzyko odnoszące się do kredytów walutowych), to jednym z jej ubocznych efektów było skłanianie osób o niższych dochodach do zaciągania droższych w obsłudze kredytów nominowanych w złotych (gdyż tylko to pozwalało na uzyskanie odpowiednio wysokiej kwoty kredytu).

Warto też podkreślić, że polski rynek kredytów hipotecznych zdominowany jest przez kredyty ze zmienną stopą procentową, co oznacza, że skutki rosnących od kwietnia 2007 r. stóp procentowych niemal bezzwłocznie odczuwane są przez kredytobiorców. Swoistym memento może być w tym kontekście fakt, że kryzys na rynku kredytów subprime dotknął najmocniej te osoby, które zaciągnęły kredyty nie ze stałą, lecz z okresowo dostosowywaną stopą procentową. Brak jest wprawdzie w pełni aktualnych danych na temat skali wzrostu obciążeń gospodarstw domowych obsługą zobowiązań bankowych, ale wyniki analiz przeprowadzonych przez NBP na bazie danych obejmujących okres do I połowy 2007 r. są dość niepokojące. Wskaźnik obciążenia kredytami zwiększył się w okresie od końca czerwca 2004 r. do końca czerwca 2007 r. z 17% do 37% i o kilka punktów procentowych wzrosło obciążenie ich obsługą, ale w dużej mierze może to wynikać z poszerzenia się grona kredytobiorców.

Bardziej niepokojące są zawarte w raporcie NBP stwierdzenia, że w I połowie 2007 r. znacznie zwiększył się ciężar obsługi zadłużenia gospodarstw domowych zaciągających w tym czasie kredyty mieszkaniowe i jednocześnie wzrosła ich



wrażliwość na szoki z rynków finansowych. Wzrost stóp procentowych w Polsce o 340 pb w ciągu dwóch lat spowodowałby, że przeciętne obciążenie dochodów nowych kredytobiorców obsługą ich zobowiązań wzrosłoby z około 25% do ponad 35% (czyli do poziomu uznawanego w niektórych krajach za wysoki).

Warto dodać, że z badań budżetów gospodarstw domowych wynika, że aż 12% z nich miało w 2006 r. wskaźnik obciążenia spłatami kredytów przewyższający 30%, a blisko 6% przeznaczało na obsługę długów więcej niż 40% dochodów. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych bardzo wyraźnie przewyższająca tempo wzrostu ich dochodów dość jednoznacznie wskazuje na rosnące ryzyko sektora bankowego, gdyż sugeruje m.in., że znaczna część ekspansji kredytowej odbywa się poprzez sięganie do coraz mniej zamożnych grup klientów. Może to też oznaczać, że rośnie udział kredytobiorców z tzw. ujemnym buforem dochodowym (koszty obsługi

długu przewyższające wartość wolnych środków finansowych), którzy już w 2005 r. stanowili od 10 do 14% ogółu klientów z sektora gospodarstw domowych<sup>13</sup>. Wysoka dynamika kredytów jest czynnikiem utrudniającym ocenę, w jakim stopniu spadający nadal udział należności zagrożonych (z 7,4% w końcu 2006 r. do 4,9% w I kwartale 2008 r.<sup>14</sup>) świadczy o rzeczywistej poprawie jakości aktywów, a w jakiej mierze odzwierciedla tylko fakt, że nowe kredyty w pierwszych latach po ich udzieleniu są na ogół bardziej bezpieczne. Pewnym sygnałem ostrzegawczym może być to, że od ponad roku wzrasta już nominalna wartość należności zagrożonych od gospodarstw domowych, zaś w kwietniu 2008 r. dotyczyło to również należności od przedsiębiorstw. W ostatnim okresie przestał już też się obniżać wskaźnik udziału należności zagrożonych w całości kredytów udzielonych gospodarstwom domowym.

### **Obniżenie dynamiki wzrostu PKB głównym średniookresowym zagrożeniem dla wyników banków**

Omawiając zagrożenia ze strony zaburzeń na rynkach światowych nie można pominąć kanału ich transmisji, który został uznany za najważniejszy w analizach NBP, a mianowicie tzw. kanału makroekonomicznego. Większość prognoz (po części potwierdzonych już przez bieżące dane statystyczne) wskazuje na to, że skutkiem zaburzeń finansowych będzie załamanie wzrostu gospodarczego (lub nawet recesja) w USA i poważne osłabienie aktywności gospodarczej w Europie. Przykładem mogą być pro-

gnozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego mówiące o zwolnieniu tempa wzrostu PKB w USA z 2,2% w 2007 r. do zaledwie 0,5% w 2008 r. i z 2,6% do 1,4% w strefie euro<sup>15</sup>. Tak znaczne pogorszenie sytuacji w otoczeniu zewnętrznym jest też jedną z głównych przyczyn prognozowanego spadku dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce z 6,6% w 2007 r. do nieco ponad 5% w tym roku.

Choć z analiz NBP wynika, że polski sektor bankowy jest w stanie zaabsorbować skutki nawet znacznego pogorszenia się sytuacji makroekonomicznej, to z pewnością zmiany tego rodzaju negatywnie wpłyną na dynamikę popytu na usługi bankowe i wyniki finansowe banków. Prognozowany spadek dochodowości przedsiębiorstw i zwolnienie tempa poprawy sytuacji na rynku pracy mogą też znaleźć swe odbicie w pogorszeniu się jakości aktywów bankowych. Jednym z największych zagrożeń dla sektora bankowego mogłaby stać się silna deprecjacja złotego (gdyż mogłoby to skutkować jednoczesnym wzrostem kosztów obsługi kredytów walutowych i złotych, przy założeniu, że krajowe stopy procentowe musiałyby zostać podniesione w celu obrony waluty), ale realizacja takiego scenariusza wydaje się dość mało prawdopodobna. Bardzo niekorzystne konsekwencje (w postaci spadku wartości zabezpieczeń) miałyby też znaczny spadek cen nieruchomości, ale większość prognoz wskazuje na to, że jeśli dojdzie do takiego spadku w skali całego rynku, to będzie on raczej umiarkowany.

Negatywne dla banków skutki spadku cen nieruchomości mogłyby zostać w części skompensowane przez wzrost ich dostępności i związany z tym

ponowny wzrost popytu na kredyty hipoteczne. Ze względu na dość mały udział sektora bankowego w tworzeniu PKB sam spadek aktywności w tym sektorze i pogorszenie jego wyników finansowych miałyby niewielki bezpośredni wpływ na ogólną dynamikę wzrostu. Dużo większym zagrożeniem byłoby natomiast znaczne zwolnienie dynamiki kredytów spowodowane ograniczeniami ze strony kapitałów i źródeł finansowania banków oraz koniecznością zaostrzenia warunków dostępu do nowych kredytów. Gorszy i droższy dostęp do kredytu bankowego przyczyniłby się bowiem do obniżenia dynamiki inwestycji i spożycia indywidualnego oraz mógłby doprowadzić do znacznego pogorszenia koniunktury na rynku nieruchomości. Okresy osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego były w przeszłości powiązane z bardzo znaczącym wzrostem współczynnika należności zagrożonych.



Choć obecnie nie ma raczej powodów do obaw o powrót tego współczynnika do poziomu z lat 2002-2003 (choćby ze względu na zmiany

regulacyjne i znaczny postęp dokonany przez banki w sposobach zarządzania ryzykiem kredytowym i metodach jego oceny), to nie ma też podstaw do oczekiwania, że znaczny spadek tempa wzrostu PKB nie doprowadziłby do pewnego pogorszenia jakości aktywów bankowych.

## Podsumowanie i wnioski

Zaburzenia na globalnych rynkach finansowych pokazały, że znaczenie banków dla zapewnienia sprawnego funkcjonowania i rozwoju gospodarki znacznie przekracza ich udziały w tworzeniu PKB, czy w zatrudnieniu. Dotyczy to w jeszcze większym stopniu Polski, gdzie sektor bankowy wciąż posiada większy od przeciętnego dla krajów UE udział w całości aktywów sektora finansowego oraz jest aktywny w innych segmentach rynku (m.in. poprzez swe udziały w biurach maklerskich, funduszach inwestycyjnych, firmach leasingowych i faktoringowych, a w mniejszym stopniu też w OFE i w zakładach ubezpieczeniowych).

Skutki globalnych zaburzeń dotarły już wieloma kanałami do Polski i spowodowały istotne zmiany w warunkach funkcjonowania polskich banków. Przyczyni się to zapewne do pogorszenia wyników finansowych sektora bankowego i pewnego osłabienia dynamiki wzrostu jego aktywów, natomiast nie ma jeszcze istotnych powodów do obaw, że obecne zaburzenia zewnętrzne mogą zagrozić stabilności tego sektora i całego polskiego systemu finansowego.

Szersze skutki zmian w otoczeniu zewnętrznym najwyraźniej i najszybciej uwidoczniły się w głą-

bokim spadku notowań giełdowych, natomiast dla samego sektora bankowego za najważniejsze do tej pory uznać można zmiany w warunkach dostępu do finansowania ze źródeł zagranicznych i krajowych. Skutkiem globalnych zaburzeń jest diametralna zmiana struktury przyrostu pasywów banków w okresie od końca listopada 2007 r.: gwałtownie spadła dynamika zobowiązań zagranicznych, a ich miejsce wypełniły lokaty środków wycofywanych przez gospodarstwa domowe z funduszy inwestycyjnych i giełdy. Można się jednak obawiać, że po zakończeniu okresu dostosowań w strukturze portfeli ludności banki ponownie staną przed dylematem, skąd czerpać środki na finansowanie przyrostu swych aktywów. Odpowiedź na to pytanie jest szczególnie ważna ze względu na mocno podkreślone przez ostatnie zaburzenia znaczenie zapewnienia odpowiednio stabilnych i zróżnicowanych źródeł finansowania.

Choć polski sektor bankowy ma wciąż dużą zdolność absorbowania różnych szoków, to jego wrażliwość na niekorzystne impulsy z otoczenia zewnętrznego dość istotnie wzrosła wskutek zmian, jakie dokonały się w ostatnim okresie w warunkach jego funkcjonowania. Do najważniejszych z tym zmian zaliczyć można wyczerpanie się tradycyjnej nadwyżki depozytów nad kredytami, wzrost luki płynności, znaczny spadek przeciętnego współczynnika wypłacalności i silny wzrost zależności od finansowania nieruchomości. Można więc twierdzić, że zaburzenia na rynkach światowych pojawiły się w dość niedogodnym dla polskich banków okresie, co dodatkowo pogłębił jest przez charakter tych zaburzeń zainicjowanych na rynku kredytów hipotecyjnych w USA.

Z dostępnych informacji wynika, że polskie banki nie inwestowały w instrumenty oparte na kredytach subprime i nie poniosły z tego tytułu żadnych bezpośrednich strat. Choć nie było to zapewne wyłącznie zasługą ostrożnej polityki inwestycyjnej, można to potraktować jako ważną zachętę do rozwagi w dalszej działalności lokacyjnej banków i do zapewnienia odpowiedniej jej przejrzystości.

Jedną z najważniejszych konsekwencji globalnych zaburzeń będzie zmiana podejścia do sekurytyzacji i całego modelu funkcjonowania banków opartego na transferze ryzyka za pośrednictwem specjalnych spółek i różnych złożonych instrumentów finansowych. Nie oznacza to jednak, że właściwie przeprowadzona sekurytyzacja nie ma żadnych zalet i że niemal całkowity brak jej stosowania w Polsce jest zjawiskiem wyłącznie pozytywnym, gdyż jedną z głównych słabości naszego sektora bankowego jest brak możliwości szerokiego refinansowania aktywów. Ostatnie zaburzenia powinny pozwolić polskim bankom znanych już błędów w korzystaniu z sekurytyzacji, ale też zapewne opóźnią jej wprowadzenie i ogranicza zakres stosowania.

Brak kredytów typu subprime i nadal spadający udział należności zagrożonych wcale nie oznaczają, że nie zwiększa się ryzyko kredytowe, na jakie narażone są polskie banki. Dynamika kredytów znacznie przewyższająca tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych sugeruje, że zwiększa się przeciętne obciążenie nowych kredytobiorców obsługą zadłużenia i/lub, że maleje przeciętny dochód nowych klientów banków. Presja konkurencyjna na rynku kredytów

hipotecznych doprowadziła też do znacznego zliberalizowania warunków dostępu do tych kredytów, zaś „nauki” płynące z kryzysu w USA nie doprowadziły jeszcze do wyraźnego odwrócenia tego trendu. Potrzebę uważnego monitorowania ryzyka kredytowego dodatkowo wzmacniają podwyżki stóp procentowych i perspektywa spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce.

Obniżenie się aktywności gospodarczej w wyniku niekorzystnych zmian w otoczeniu zewnętrznym można uznać za najważniejsze średniookresowe zagrożenie związane z zaburzeniami na światowych rynkach finansowych. Konieczność zaostrzenia warunków dostępu do kredytów bankowych może doprowadzić do osłabienia popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego, a konsekwencji do spadku dynamiki wzrostu PKB i pogorszenia się wyników finansowych banków.

## Przypisy

<sup>1</sup> Sektor bankowy. Podstawowe dane, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, marzec 2008.

<sup>2</sup> „Zaburzenia na rynkach globalnych a stabilność polskiego systemu bankowego – kanały oddziaływania”. Wystąpienie Prezesa NBP na Forum Bankowym ZBP, Warszawa marzec 2008 r.

<sup>3</sup> j. w.

<sup>4</sup> Przegląd stabilności systemu finansowego. I półrocze 2007 r., Narodowy Bank Polski 2007 r., str. 3.

<sup>5</sup> BIS Quarterly Review, March 2008, str. A 93.

<sup>6</sup> Przegląd stabilności systemu finansowego. I półrocze 2007 r., Narodowy Bank Polski 2007 r., str. 42.

<sup>7</sup> „Zaburzenia na rynkach globalnych a stabilność polskiego systemu bankowego – kanały oddziaływania”. Wystąpienie Prezesa NBP na Forum Bankowym ZBP, Warszawa, marzec 2008 r.

<sup>8</sup> M. D. Knight, “Now you see it, now you don’t; the nature of risk and the current financial turmoil. Wystąpienie na konferencji Global Association of Risk Professionals, Nowy Jork, luty 2008 r.

<sup>9</sup> S. Ingves, “Can the authorities manage crises in the financial system?” Wystąpienie na konferencji Swedish Economics Association, Sztokholm, marzec 2008 r.

<sup>10</sup> Polski sektor bankowy a sytuacja na rynkach międzynarodowych. Materiały KNF na śniadanie prasowe, kwiecień 2008 r.

<sup>11</sup> B. J. Keys, T. Mukherjee, A. Seru, V. Vig “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans 2001-2006”, January 2008 (opracowanie dostępne przez Social Science Research Network).

<sup>12</sup> „Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym. Wyniki ankiety badawczej”, Komisja Nadzoru Bankowego, Warszawa, wrzesień 2007 r., str. 63.

<sup>13</sup> S. Zajączkowski, D. Żochowski, *Obciążenia gospodarstw domowych spłatami długu: rozkłady i stress testy – na podstawie badań budżetów gospodarstw domowych GUS*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 221, NBP sierpień 2007 r., str. 26.

<sup>14</sup> Sektor bankowy. Podstawowe dane, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, marzec 2008.

<sup>15</sup> World Economic Outlook, April 2008, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Waszyngton, str. 2.

## Wpływ kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych na polski rynek ubezpieczeń

Raport Komisji Nadzoru Finansowego *Wpływ kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych na polski rynek ubezpieczeń*, sporządzony w styczniu 2008 r., prezentuje źródła kryzysu, jego wpływ na gospodarkę światową i polską, oraz przedstawia analizę wyników badania ankietowego przeprowadzonego w 66 zakładach ubezpieczeń nadzorowanych przez Komisję. W przedmiotowym badaniu zakłady ubezpieczeń miały wskazać na główne obszary wpływu kryzysu na ich wynik finansowy i wypłacalność oraz zidentyfikować możliwe obszary ryzyka, które w przyszłości mogą stanowić zagrożenie dla prawidłowych stosunków finansowych ubezpieczycieli. W raporcie przedstawiono również uwagi i komentarze innych organów sprawujących nadzór nad zakładami ubezpieczeń na temat wpływu, jaki w ich opinii, mógł być spowodowany zawirowaniami na międzynarodowym rynku finansowym.

Raport opracowano na podstawie ankiet skierowanych do zakładów ubezpieczeń, raportów i analiz stowarzyszeń nadzorców nad zakładami ubezpieczeń (IAIS i CEIOPS), danych sprawozdawczych zakładów ubezpieczeń, informacji prasowych i agencyjnych. Ankieta została opracowana w taki sposób, aby na podstawie odpowiedzi zakładów ubezpieczeń można było określić/zidentyfikować: (1) wpływ, jaki kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych, wywarł na wyniki finansowe i wypłacalność zakładów ubezpieczeń; (2) wpływ jaki kryzys może wywrzeć na polski zakład ubezpieczeń będący częścią grupy kapitałowej; (3) możliwe obszary wpływu w przyszłości; (4) ustalić przewidywania uczestników rynku ubezpieczeniowego co do możliwości zrealizowania się określonych scenariuszy.

Zdefiniowano trzy efekty wpływu kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych na

polski sektor ubezpieczeniowy: (a) wpływ na prowadzoną działalność ubezpieczeniową, w tym na wynik finansowy i wypłacalność zakładu ubezpieczeń; (b) wpływ na sytuację finansową zakładu ubezpieczeń przez zmianę warunków otoczenia makroekonomicznego; (c) wpływ na polski zakład ubezpieczeń wchodzący w skład grupy kapitałowej.

### **Wpływ kryzysu na prowadzoną działalność ubezpieczeniową**

Z analizy ankiety wynika, że kryzys na rynku kredytów hipotecznych w USA miał wpływ na 29 z 66 zakładów ubezpieczeń, których udział w rynku<sup>1</sup> na 30 września 2007 r. stanowił 35,01%.

#### **Zarządzanie zakładem ubezpieczeń.**

Z przeprowadzonej ankiety wynika, że żaden zakład ubezpieczeń, w tym zakłady które wykazały wpływ kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, nie ograniczyły oferty produktów ubezpieczeniowych zmniejszających ryzyko hipoteczne. Reakcja zakładów ubezpieczeń na sytuację na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych znalazło swoje odzwierciedlenie w zmianach prowadzonej polityki inwestycyjnej. W szczególności, w przypadku 4 zakładów ubezpieczeń, zmieniono procedury w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych m.in. przez: wprowadzenie nowych limitów inwestycyjnych; określenie nowych limitów dla osób podejmujących decyzje oraz dokonujących transakcji; wprowadzenie zakazu inwestowa-

nia w instrumenty pośrednio lub bezpośrednio obciążone ryzykiem związanym z amerykańskim rynkiem nieruchomości.

Dodatkowo 5 zakładów ubezpieczeń zmieniło strukturę portfela inwestycyjnego zmniejszając udział akcji w portfelu lokat zakładu ubezpieczeń oraz zmniejszając zaangażowanie kapitałowe w spółkach deweloperskich.

#### **Procedury zarządzania ryzykiem w zakładach ubezpieczeń.**

Tylko jeden zakład ubezpieczeń wskazał, iż kryzys na rynku kredytów hipotecznych w USA miał wpływ na procedury zarządzania ryzykiem. Zakład ten planuje wprowadzenie nowych procedur dotyczących wdrożenia nowych produktów, analizy szkodowości oraz monitorowania rynku nieruchomości. Jednocześnie planowane jest wprowadzenie reasekuracji katastroficznej ryzyk finansowych.

#### **Audyt i kontrola wewnętrzna w zakładach ubezpieczeń.**

W zakresie prowadzonych audytów lub kontroli wewnętrznych w zakładach ubezpieczeń jedynie 3 zakłady ubezpieczeń planują przeprowadzenie kontroli wewnętrznej/audytu wewnętrznego w obszarze wrażliwym na ryzyko kredytowe, związanym z kredytami hipotecznymi. Dodatkowo w jednym z nich mają zostać zmienione procedury kontrolne w tym obszarze.

#### **Portfel lokat zakładów ubezpieczeń.**

Głównym obszarem wpływu kryzysu na działalność zakładów ubezpieczeń była zmiana wartości aktywów, przy czym należy zaznaczyć, że żaden zakład ubezpieczeń w swoim portfelu lokacyjnym

na dzień 30 września 2007 r. nie posiadał instrumentów strukturyzowanych opartych na kredytach hipotecznych (MBS, CDO). W przypadku 25 zakładów ubezpieczeń spadła wartość posiadanych akcji notowanych na giełdzie. Spadek wartości papierów wartościowych emitowanych, poręczonych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa lub organizacje międzynarodowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska zanotowało 11 zakładów ubezpieczeń. Dodatkowo w przypadku 2 zakładów ubezpieczeń kryzys wpłynął na spadek wartości jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, zaś w przypadku 2 innych zakładów ubezpieczeń na spadek wartości certyfikatów inwestycyjnych KBC nieruchomości. Wpływ kryzysu na wartość aktywów denominowanych w USD wskazał jedynie 1 zakład ubezpieczeń.

uczestnictwa w ubezpieczeniowym funduszu kapitałowym. Pomimo spadku wartości aktywów netto ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych lokujących w aktywa finansowe potencjalnie wrażliwe na ryzyko kredytowe związane z kredytami hipotecznymi wartość aktywów netto ubezpieczeń na życie, jeżeli ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający w tych zakładach systematycznie wzrasta. Tabela 1. przedstawia wartość aktywów netto ubezpieczeń na życie, jeżeli ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający dla wspomnianych wyżej 10 zakładów ubezpieczeń na życie.

#### **Wynik finansowy zakładów ubezpieczeń.**

Na wynik finansowy zakładów ubezpieczeń, w związku z kryzysem na rynku kredytów hipotecznych w USA, miał wpływ: spadek rentowności lokat (21 zakładów ubezpieczeń); spadek

<b>Tabela 1. Aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający (w tys. zł)</b>				
<b>Wyszczególnienie</b>	<b>Aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający (poz. C aktywów)</b>			
	31.12.2006	31.03.2007	30.06.2007	30.09.2007
Razem dla 10 zakładów ubezpieczeń na życie	5 777 865,54	6 546 086,48	7 415 884,54	7 716 747,29
Ogółem dla działu I	28 139 501,56	32 184 078,28	36 067 636,13	36 270 926,28

Źródło: KNF

W przypadku 10 zakładów ubezpieczeń na życie spadek wartości aktywów spowodowany kryzysem na rynku kredytów hipotecznych w USA pociągnął za sobą spadek wartości rezerwy ubezpieczeń na życie, jeżeli ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający w przypadku ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych lokujących w aktywa finansowe potencjalnie wrażliwe na ryzyko kredytowe związane z kredytami hipotecznymi, a co za tym idzie spadek wartości jednostki

wielkości składki przypisanej brutto (4 zakłady ubezpieczeń); wzrost wysokości odszkodowań i świadczeń wypłaconych brutto (1 zakład ubezpieczeń). Dodatkowo 2 zakłady ubezpieczeń odnotowały spadek wyniku technicznego osiągniętego w produktach ubezpieczeniowych potencjalnie wrażliwych na ryzyko kredytowe związanych z kredytami hipotecznymi, zaś 1 zakład ubezpieczeń odnotował spadek składki przypisanej brutto z tytułu tego typu ubezpieczeń.



**Wypłacalność zakładów ubezpieczeń.** 6 zakładów ubezpieczeń, których udział w rynku na 30 września 2007 r. stanowił 6,97%, wskazało w ankiecie, iż kryzys na rynku kredytów hipotecznych w USA miał wpływ na ich wypłacalność. W szczególności spowodowane to było spadkiem wartości akcji notowanych na giełdzie, znajdujących się w portfelu lokat tych zakładów ubezpieczeń. Jednakże należy podkreślić, iż wskaźniki pokrycia marginesu wypłacalności środkami własnymi oraz wskaźniki pokrycia kapitału gwarantowanego środkami własnymi dla tych zakładów ubezpieczeń wg stanu na dzień 31.03.2007, 30.06.2007 i 30.09.2007 utrzymywały się na wysokim poziomie. Zatem kryzys na rynku kredytów hipotecznych w USA nie spowodował zagrożenia niewypłacalności tych zakładów ubezpieczeń.

### **Wpływ kryzysu na sytuację finansową zakładu ubezpieczeń**

Mając na uwadze przewidywania co do możliwego wpływu kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA na gospodarkę polską, należy stwierdzić, że potencjalnie najważniejszymi kanałami transmisji zaburzeń na rynkach finansowych na krajowe zakłady ubezpieczeń jest spadek cen akcji na GPW w Warszawie oraz zmiany wyceny portfela papierów dłużnych o stałym dochodzie.

Udział akcji oraz innych papierów wartościowych o zmiennej kwocie dochodu oraz jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych wg stanu na koniec I półrocza 2007 r. wynosił ok. 7,3 mld zł. Jeśli by zało-

żyć, że na skutek kłopotów amerykańskiej gospodarki oraz masowej wyprzedaży akcji na GPW w Warszawie spowodowanej w głównej mierze zmianą preferencji inwestorów indywidualnych, wartość indeksu WIG spadłaby o 25% (w porównaniu do lipca 2007 r.), to mogłoby to oznaczać zmniejszenie wartości portfela zakładów ubezpieczeń o ok. 1,8 mld zł. Jest to górne ograniczenie strat z tego tytułu, bowiem przy tym scenariuszu zakłada się, że zakłady ubezpieczeń nie sprzedawałyby akcji/umarzały jednostek w TFI po pojawieniu się zaburzeń na rynkach finansowych, co wydaje się mało prawdopodobne.

Papiery dłużne o stałym dochodzie stanowią ok. 70% aktywów sektora<sup>2</sup>. Ok. 98% z nich są uznawane przez zakłady ubezpieczeń za aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. W przypadku spadku wartości instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela na skutek wzrostu rynkowych stóp procentowych, może zaistnieć konieczność pokrycia (z kapitału własnego) różnicy pomiędzy wymaganym poziomem rezerw techniczno-ubezpieczeniowych a obecną wartością portfela obligacji. Najczęściej używanym narzędziem oceny wpływu zmian stóp procentowych na cenę obligacji jest duracja (duration). Stanowi ona liniowe przybliżenie procentowej zmiany ceny obligacji na skutek zmian rentowności o 100 punktów bazowych.

W ostatnich miesiącach w Polsce obserwujemy wzrost rynkowych stóp procentowych. Polskie banki mają ograniczoną możliwość zaciągania pożyczek na rynkach międzynarodowych, co przyczynia się do nieznacznego wzrostu stóp procentowych na rynku krajowym. Jednak krajowe

stopy procentowe rosną przede wszystkim na skutek zaostrzenia polityki pieniężnej w Polsce. Trudno jest jednak ocenić, na ile rynkowe stopy procentowe rosną na skutek problemów z płynnością wywołanych kryzysem na międzynarodowych rynkach finansowych, a na ile ich wzrost (ponad stopę referencyjną Narodowego Banku Polskiego) wywołany jest oczekiwaniami dalszych podwyżek stóp procentowych. Zdaniem analityków Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, wzrost stóp procentowych (a przez to rentowności obligacji Skarbu Państwa, które stanowią ok. 95% wartości portfela papierów dłużnych) wywołany zaburzeniami na rynkach finansowych nie przekracza 25 punktów bazowych. Biorąc pod uwagę wyliczenia Narodowego Banku Polskiego<sup>3</sup> odnośnie do duracji (ok. 3,7) portfela hurtowych obligacji skarbowych będących w posiadaniu krajowych zakładów ubezpieczeń, uznać należy, że maksymalna utrata wartości portfela obligacji wynosi około 100 punktów bazowych. Biorąc pod uwagę wartość portfela papierów dłużnych wg stanu na 30 czerwca 2007 r. przekłada się to na maksymalne straty w wysokości około 500-600 mln zł.

Można zatem stwierdzić, że maksymalne straty zakładów ubezpieczeń z tytułu spadku wartości obligacji oraz akcji i innych papierów o zmiennej kwocie dochodu nie przekroczą 2,5 mld zł, co stanowi ok. 2% wartości portfela, oraz ok. 8% wielkości kapitałów własnych. Można zatem z dużym prawdopodobieństwem stwierdzić, że sektor ubezpieczeń nie ucierpi na skutek wydarzeń na rynkach finansowych.

**Identyfikacja wrażliwych miejsc oddziaływania kryzysu na przyszłą sytuację finansową zakładów ubezpieczeń.** Możliwe obszary wpływu potencjalnego kryzysu na polskim rynku kredytów hipotecznych na sytuację finansową zakładów ubezpieczeń przedstawiono niżej.

**Aktywa zakładów ubezpieczeń.** Tabela 2. przedstawia rodzaje aktywów, potencjalnie wrażliwych na ryzyko kredytowe związane z kredytami hipotecznymi, znajdujących się w portfelach zakładów ubezpieczeń. Lokaty w tego typu aktywa według stanu na dzień 1 stycznia 2007 r. stanowiły 4,95% wartości lokat

Tabela 2. Wartość inwestycji zakładów ubezpieczeń w aktywa potencjalnie wrażliwe na ryzyko kredytowe, związane z kredytami hipotecznymi (w tys. zł)

Lp.	Kategorie aktywów	Wartość lokat na	
		01.01.2007	30.09.2007
1.	Listy zastawne	65 949,70	92 712,54
2.	Pożyczki hipoteczne	211 944,88	181 675,98
3.	Certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych dokonujących lokat wyłącznie w nieruchomości	179 313,62	190 282,57
4.	Nieruchomości	985 418,95	972 685,80
5.	Akcje i udziały w spółkach deweloperskich	431 003,80	546 703,96
6.	Akcje w bankach i instytucjach hipotecznych	2 935 298,85	3 595 799,20
7.	Inne aktywa wrażliwe na ryzyko kredytowe, związane z kredytami hipotecznymi	151 455,58	223 018,88

Źródło: KNF

ogółem, zaś według stanu na dzień 30 września 2007 r. 4,98%.

Niewielki udział w portfelu lokat potencjalnie wrażliwych na ryzyko kredytowe oraz brak instrumentów strukturyzowanych opartych na kredytach hipotecznych (MBS, CDO) spowodował, iż kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych nie miał bezpośredniego wpływu na wartość aktywów zakładów ubezpieczeń.

**Portfel ubezpieczeń.** Z analizy ankiety wynika, iż 40 zakładów ubezpieczeń, których udział w rynku<sup>4</sup> na 30 września 2007 r. stanowił 81,46%, oferuje produkty ubezpieczeniowe zmniejszające ryzyko hipoteczne. Udział tego typu ubezpieczeń stanowi 1,80% składki przypisanej brutto ogółem.

Ubezpieczenie ryzyka niemożności dokonywania planowych płatności miesięcznych przez dłużnika hipotecznego z powodu śmierci lub kalectwa oferuje 21 zakładów ubezpieczeń. Udział tego ubezpieczenia w wysokości ponad 50% składki przypisanej brutto ogółem wykazał 1 zakład ubezpieczeń. Jednakże zakład ten ograniczył ryzyko niewypłacalności z tytułu tych umów ubezpieczenia poprzez zawarcie umowy reasekuracji. Z uwagi na fakt, iż wypłata świadczenia z tego typu ubezpieczenia następuje tylko w przypadku zajścia zdarzenia losowego (śmierć lub kalectwo), kryzys na rynku kredytów hipotecznych w USA, jak też potencjalny kryzys na rynku nieruchomości w Polsce, nie będzie miał wpływu na wysokość wypłaconych świadczeń przez zakład ubezpieczeń.

Ubezpieczenie ryzyka obniżenia wartości nieruchomości zabezpieczającej kredyt hipoteczny na

skutek pożaru, innych uszkodzeń fizycznych lub podobnych klęsk oferuje 19 zakładów ubezpieczeń. Udział tego ubezpieczenia w wysokości ponad 20% składki przypisanej brutto ogółem wykazał 1 zakład ubezpieczeń. Zakład ten w celu zmniejszenia ryzyka niewypłacalności z tytułu tych umów ubezpieczenia zawarł umowę reasekuracji. Kryzys na rynku kredytów hipotecznych w USA, jak też potencjalny kryzys na rynku nieruchomości w Polsce, nie będzie miał wpływu na wysokość wypłaconych odszkodowań i świadczeń przez zakład ubezpieczeń.

Znaczący udział ubezpieczenia ryzyka naruszenia umowy kredytowej przez kredytobiorcę w przypadku, gdy wartość zabezpieczonego majątku jest niewystarczająca dla spłacenia pozostałego zadłużenia, w wysokości ponad 40% składki przypisanej brutto ogółem wykazał 1 zakład ubezpieczeń. Jednakże zakład ten planuje zawarcie umowy reasekuracji w celu zabezpieczenia wypłacalności z tytułu tego typu umów ubezpieczenia. Tylko potencjalny kryzys na rynku nieruchomości w Polsce może mieć wpływ na wysokość wypłaconych odszkodowań i świadczeń przez zakład ubezpieczeń. Rodzaje ubezpieczeń ryzyka hipotecznego oferowanych przez zakłady ubezpieczeń przedstawia tabela 3.

Na realizację świadczeń z tytułu ubezpieczeń ryzyk hipotecznych oferowanych przez zakłady ubezpieczeń kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych nie ma bezpośredniego wpływu. Ewentualny wpływ na wypłacalność zakładów ubezpieczeń, w związku z ryzykiem większej liczby szkód niż zakładano, może mieć kryzys na rynku kredytów hipotecznych w Polsce.

Tabela 3. Ubezpieczenia ryzyka hipotecznego

Czynniki ryzyka hipotecznego	Liczba zakładów ubezpieczeń
Kredytobiorca nie spłaca kredytu, narusza umowę kredytową. Wartość zabezpieczonego majątku jest niewystarczająca dla spłacenia pozostałego zadłużenia	9
Nieuczciwość lub działanie przestępcze personelu kredytodawcy hipotecznego/ jednostki obsługującej powodujące utratę wartości przez instrument hipoteczny	3
Nie wywiązywanie się kierownictwa hipotecznej instytucji kredytowej lub obsługującej z obowiązków powierniczych	3
Wartość nieruchomości zabezpieczającej kredyt hipoteczny zostaje obniżona na skutek pożaru, innych uszkodzeń fizycznych lub podobnych klęsk	19
Utrata wartości nieruchomości przejętej przez kredytodawcę na skutek egzekucji hipotecznej z powodu pożaru lub innego rodzaju uszkodzenia fizycznego	4
Dłużnik hipoteczny nie jest w stanie dokonywać planowych płatności miesięcznych z powodu śmierci lub kalectwa	21

Źródło: KNF

### Wpływ kryzysu na polski zakład ubezpieczeń wchodzący w skład grupy kapitałowej

Na podstawie przeprowadzonego badania ankietowego stwierdzono, że 9 zakładów ubezpieczeń potwierdziło wpływ kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA na inny podmiot należący do tej samej co zakład ubezpieczeń grupy kapitałowej.

Są to grupy kapitałowe z następujących krajów pochodzenia: Stany Zjednoczone, Francja, Niemcy, Belgia oraz Polska. Udział tych zakładów w polskim rynku ubezpieczeniowym na 30 września 2007 r. wynosił 13,10%.

Wpływ kryzysu na inny podmiot z grupy w większości przypadków dotyczył działalności lokacyjnej i skutkowało spadkiem wartości posiadanych aktywów finansowych. 2 zakłady ubezpieczeń podały, że spadek wartości aktywów znajdujących się w portfelu inwestycyjnym członków grup kapitałowych wynikał z inwestycji prowa-

dzonych na rynkach finansowych w USA i Europie Zachodniej. Co więcej zakłady ubezpieczeń na chwilę obecną nie są w stanie jednoznacznie określić wartości tych strat. 8 zakładów ubezpieczeń, których udział w rynku na dzień 30 września 2007 r. stanowił 6,16%, przekazało informację o występowaniu w danej grupie kapitałowej podmiotu specjalizującego się w gałęziach biznesu wrażliwych na załamanie się rynku kredytów hipotecznych w USA.

Dodatkowo 14 zakładów ubezpieczeń (ich udział w rynku na 30 września 2007 r. wynosił 44,40%) zadeklarowało istnienie w ramach danej grupy kapitałowej planu awaryjnego bądź odpowiednich procedur zarządzania ryzykiem, które zobowiązują dany zakład ubezpieczeń do odpowiedniego zachowania w przypadku kryzysu na rynku kredytów związanych z kredytami hipotecznymi. Jednocześnie zakłady te poinformowały, iż do chwili obecnej nie zaistniały sytuacje, w których zakład ubezpieczeń musiał uruchomić plan awaryjny lub „grupową” procedurę zarządzania ryzykiem.

Potencjalne źródło wpływu kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych polskie zakłady ubezpieczeń, wchodzące w skład międzynarodowych grup kapitałowych, upatrują głównie w bankach należących do tych grup i jednocześnie prowadzących na szeroką skalę działalność na amerykańskim i zachodnioeuropejskim rynku finansowym. Wpływ ten ma jednak charakter pośredni, polegający m.in. na pomniejszeniu wyników finansowych grupy kapitałowej jako całości w wyniku strat poniesionych przez banki na działalności kredytowej (brak spłaty części udzielonych kredytów hipotecznych) i inwestycyjnej (straty na inwestycjach w instrumenty wrażliwe na ryzyko związane z kryzysem kredytów hipotecznych) oraz przenoszeniu się problemów finansowych z banku do zakładu ubezpieczeń w wyniku ich wzajemnego powiązania (ryzyko utraty reputacji banku, ryzyko związane z zaangażowaniem banku w instrumenty strukturyzowane, obniżenie ratingu banku, przepływy finansowe mające na celu poprawę płynności zagrożonych w grupie podmiotów).

9 polskich zakładów ubezpieczeniowych należy do 6 międzynarodowych grup kapitałowych, w których uczestniczą również polskie banki

(Tabela 4). W 2 grupach spółką matką jest bank: Grupa BNP Paribas (Bank BNP Paribas SA.) i Grupa Nordea (Nordea Bank AB)<sup>5</sup>.

### **Realność scenariuszy oddziaływania kryzysu na polski sektor ubezpieczeniowy – przewidywania zakładów ubezpieczeń**

Zakłady ubezpieczeń zostały poproszone o ocenę przyszłej sytuacji na globalnym rynku finansowym oraz jej wpływ na sytuację polskich zakładów ubezpieczeń przez określenie prawdopodobieństwa (w skali od 0% do 100%) zaistnienia trzech zaprezentowanych w ankiecie scenariuszy rozwoju.

Scenariusz optymistyczny zakładał stabilizację i stopniową poprawę sytuacji na rynkach finansowych, co spowoduje, że skutki kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych nie będą miały istotnego wpływu na działalność polskich zakładów ubezpieczeń.

Scenariusz pesymistyczny przewidywał globalny kryzys na rynku finansowym prowadzący do upa-

**Tabela 4. Polskie zakłady ubezpieczeń w międzynarodowych grupach kapitałowych**

<b>Grupa kapitałowa</b>	<b>Zakład ubezpieczeń</b>	<b>Bank</b>
Grupa AIG	PAPTUnŻiR Amplico-Life S.A. AIG Polska TU S.A.	AIG Bank Polska S.A.
Grupa BNP Paribas	TUnŻ Cardif Polska S.A.	Cetelem Bank S.A.
Grupa Getin Holding	TU Europa S.A. TUnŻ Europa S.A.	Getin Bank S.A. Noble Bank S.A.
Grupa ING	TUnŻ ING Nationale-Nederlanden Polska S.A.	ING Bank Śląski S.A.
Grupa KBC	TUiR Warta S.A. TUnŻ Warta S.A.	Kredyt Bank S.A.
Grupa Nordea	Nordea Polska TUnŻ S.A.	Nordea Bank Polska S.A.

Źródło: KNF

dłości instytucji finansowych, co spowoduje, że sytuacja finansowa polskich zakładów ubezpieczeń znacznie się pogorszy i w konsekwencji doprowadzi do likwidacji części zakładów ubezpieczeń.

Scenariusz neutralny przewidywał, że kryzys na rynku kredytów hipotecznych utrzyma się jedynie w Stanach Zjednoczonych i w mniejszym stopniu będzie miał wpływ na gospodarki krajów silnie związanych ekonomicznie ze Stanami Zjednoczonymi lub, w których sytuacja w zakresie kredytów hipotecznych wykazuje istotne cechy podobieństwa do sytuacji, jaka miała miejsce w Stanach Zjednoczonych (np. Wielka Brytania). W konsekwencji kryzys na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych będzie miał nieznaczny wpływ na sytuację polskich zakładów ubezpieczeń.

Wszystkie spośród 66 badanych zakładów ubezpieczeń wskazało prawdopodobieństwo zaistnienia analizowanych scenariuszy rozwoju sytuacji na rynku finansowym.

W przypadku scenariusza optymistycznego prawdopodobieństwo jego zaistnienia, określone przez zakłady, mieści się w przedziale od 0% do 75%. Najniższe prawdopodobieństwo wytypowały 4 zakłady ubezpieczeń, z kolei najwyższe 2 zakłady ubezpieczeń.

W przypadku scenariusza pesymistycznego prawdopodobieństwo jego zaistnienia zawiera się w granicach od 0% do 40%. Najmniejszą szansę jego zrealizowania wskazało 6 zakładów (9,09% ogółu badanych). Maksymalne prawdopodobieństwo zajścia scenariusza pesymistycznego wskazały 2 zakłady.

W przypadku scenariusza neutralnego prawdopodobieństwo jego realizacji, według zakładów ubezpieczeń, kształtuje się w przedziale od 5% do 100%. Najniższe prawdopodobieństwo zajścia owego scenariusza wskazał 1 zakład ubezpieczeń, z kolei najwyższe prawdopodobieństwo 4 zakłady ubezpieczeń.

Zakłady ubezpieczeń najczęściej wskazywały, że: scenariusz optymistyczny zrealizuje się w przyszłości w 30% (10 zakładów – 15,15% ogółu udzielonych odpowiedzi); pesymistyczny w 10% (14 zakładów – 21,21%); neutralny w 50% (11 zakładów – 16,67%).

Zakłady ubezpieczeń oczekują zatem, że zapoczątkowany w lipcu 2007 r. kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych i wynikające z tego obecne zaburzenia na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych w przyszłości, dzięki swobodzie przepływów kapitałowych i liberalnym regulacjom prawnym, przeniosą się na niektóre rynki europejskie i azjatyckie, mając tylko niewielki wpływ na polskie zakłady ubezpieczeń.

Średnia wskazań możliwych prawdopodobieństw dla poszczególnych scenariuszy: optymistycznego, pesymistycznego i neutralnego wynosi odpowiednio: 31% (57,58% zakładów wskazuje prawdopodobieństwo nie wyższe niż średnia), 12% (68,18% zakładów ubezpieczeń wskazuje prawdopodobieństwo nie wyższe niż średnia) i 57% (54,55% zakładów ubezpieczeń wskazuje prawdopodobieństwo nie wyższe niż średnia). Wyznaczone współczynniki zmienności wskazują na silne zróżnicowanie odpowiedzi udzielonych w ramach scenariuszy: optymistycznego i pesymistycznego.

W tych przypadkach średnia arytmetyczna traci wartość poznawczą i jednocześnie tym większe uzasadnienie ma zastosowanie pozycyjnych miar dyspersji oraz pozycyjnych miar średnich. Mediana scenariusza optymistycznego wynosi 30% (50% zakładów wskazuje prawdopodobieństwo nie wyższe niż 30%), scenariusza pesymistycznego przyjmuje wartość 10% (50% zakładów wskazuje prawdopodobieństwo nie wyższe niż 10%), zaś neutralnego 50% (50% zakładów wskazuje prawdopodobieństwo nie wyższe niż 50%). Kwartył trzeci dla badanych scenariuszy – optymistycznego, pesymistycznego i neutralnego – wynosi odpowiednio: 40% (75% zakładów wskazuje prawdopodobieństwo nie wyższe niż 40%), 18% (75% zakładów wskazuje prawdopodobieństwo nie wyższe niż 18%) i 75% (75% zakładów wskazuje prawdopodobieństwo nie wyższe niż 75%).

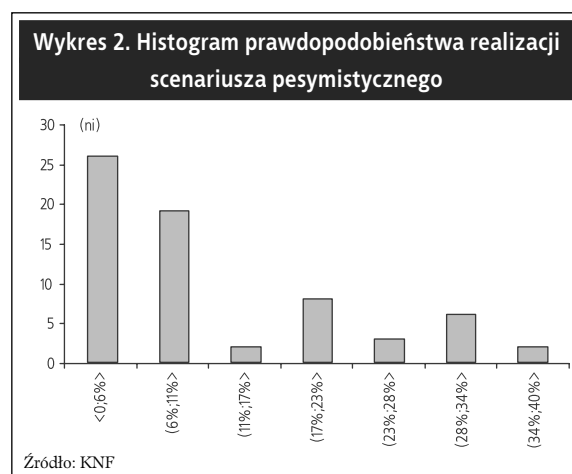
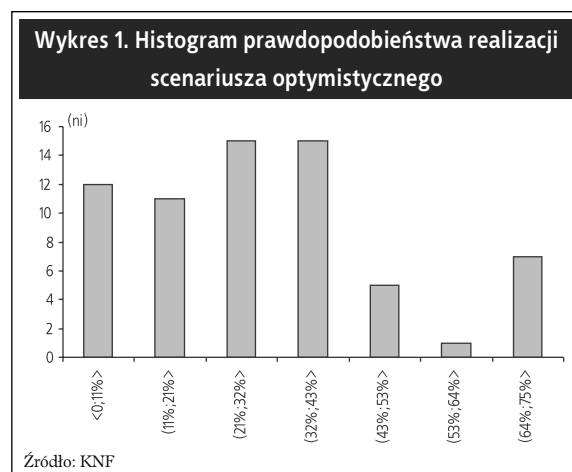
Widać zatem, iż większość zakładów ubezpieczeń na bardzo niskim poziomie ocenia szansę realizacji negatywnego dla nich scenariusza, za to na bardzo wysokim możliwość zaistnienia scenariusza neutralnego.

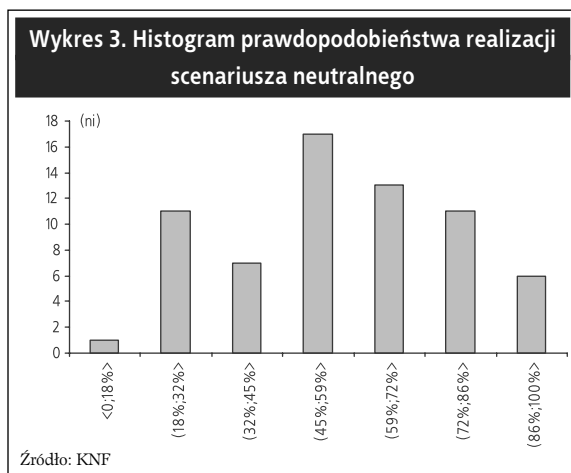
Udzielone przez zakłady ubezpieczeń odpowiedzi dla poszczególnych scenariuszy rozwoju przekształcono z szeregów indywidualnych w szeregi rozdzielcze przedziałowe. To pozwoliło na prezentację rozkładów wskazań możliwych prawdopodobieństw zajścia owych scenariuszy. Scenariusz optymistyczny charakteryzuje się rozkładem umiarkowanie prawostronnie asymetrycznym co oznacza, że więcej zakładów wskazuje prawdopodobieństwo jego zaistnienia poniżej średniej, podobnie jest ze scenariuszem pesymistycznym (silna prawostronna asymetria).

Z kolei scenariusz neutralny charakteryzuje się rozkładem słabo prawostronnie asymetrycznym (prawie symetrycznym). Graficzny obraz rozkładów poszczególnych scenariuszy rozwoju przedstawiają poniższe wykresy.

## Podsumowanie

Informacje uzyskane z analizy wpływu kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych na polski rynek ubezpieczeń pozwoliły na zidentyfikowanie potencjalnych obszarów ryzyka na jakie





narażone są polskie zakłady ubezpieczeń oraz wskazanie aspektów pozytywnych tego kryzysu.

**Wnioski i obserwacje.** Podstawową przyczyną kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych było nadmierne złagodzenie kryteriów udzielania kredytów hipotecznych wynikające z bardzo korzystnego otoczenia makroekonomicznego (niskie stopy procentowe i rosnące ceny nieruchomości) oraz brak nadzoru nad pośrednikami udzielającymi takich kredytów. Efekt przenoszenia się kryzysu mógł zaistnieć z powodu istnienia różnego rodzaju papierów strukturyzowanych, na które popyt został wzmocniony z powodu historycznie niskich stóp procentowych. Dodatkowym problemem był konflikt interesów występujący w firmach wystawiających ratingi tym papierom. W sytuacji braku istnienia aktywnego rynku<sup>6</sup> wyceniającego tego typu instrumenty wycena ryzyka tych instrumentów nie była wiarygodna. Potencjalny negatywny scenariusz może obejmować następujące elementy: spadek wydatków gospodarstw domowych (popytu wewnętrznego) i w konsekwencji zmniejszenie tempa rozwoju gospodarki amerykańskiej

oraz wzrost bezrobocia; dalszy negatywny wpływ na kondycję instytucji finansowych o zasięgu globalnym, sam rynek finansowy i w rezultacie spadek zaufania do całości tego rynku oraz osłabienie aktywności gospodarek europejskich i azjatyckich.

Gospodarka polska charakteryzuje się silnymi fundamentami makroekonomicznymi i wydaje się, że perspektywy jej dalszego wzrostu są pozytywne. W zakresie inwestycji zakładów ubezpieczeń elementem mitygującym ryzyko jest istnienie ograniczeń ustawowych dotyczących przedmiotu inwestycji. Wydaje się, że bezpośredni i pośredni wpływ kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych na polskie zakłady ubezpieczeń będzie niewielki, w szczególności: bezpośredni wpływ kryzysu na zakłady ubezpieczeń przez inwestycje w papiery wartościowe wrażliwe na kryzys nie występuje ze względu na brak zaangażowania zakładów w tego typu instrumenty; natomiast pośredni wpływ kryzysu (przez spowolnienie tempa rozwoju gospodarczego oraz ewentualne problemy innych podmiotów znajdujących się w tych samych grupach kapitałowych) jest trudny do oszacowania. Jednocześnie należy odnotować pewne już obserwowane negatywne konsekwencje kryzysu subprime oraz elementy potencjalnych negatywnych scenariuszy: silne spadki notowań na Giełdzie Papierów Wartościowych; umarzanie jednostek uczestnictwa w TFI oraz wypłaty środków przez posiadaczy umów ubezpieczeniowych na życie, związanych z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym; nasilenie procesów inflacyjnych i w konsekwencji zaostrzenie polityki pieniężnej prowadzące do wzrostu ceny kapitału.



### **Zaobserwowanymi i potencjalnymi obszarami ryzyka dla sektora ubezpieczeń są:**

1. Ubezpieczeniowe, w tym ryzyko underwritingu (nieadekwatny do ryzyka poziom składek; nieefektywny proces selekcji i akceptacji ryzyka); na skutek wzrostu udziałów produktów ubezpieczeniowych zmniejszających ryzyko hipoteczne w portfelu zakładów ubezpieczeniowych, również wskutek presji banków współpracujących z zakładami ubezpieczeń oraz wzrostu składki przypisanej brutto z tytułu ubezpieczeń opartych na tzw. produktach strukturyzowanych; oraz ryzyko zachowania klientów (przedterminowe rozwiązywanie umów ubezpieczenia związanych z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym; spadek składki przypisanej brutto z tytułu umów ubezpieczenia z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym).

2. Rynkowe, czyli ryzyko związane z akcjami i ryzyko stóp procentowych (pogorszenie wyników finansowych zakładów ubezpieczeń w wyniku spadku rentowności lokat, gdzie górnym oszacowaniem strat z tego tytułu jest ok. 2,5 mld zł, czyli ok. 2 proc. wartości portfela oraz ok. 8 proc. wielkości kapitałów własnych; spadek wartości aktywów netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający, powodujące spadek wysokości świadczeń z tytułu umów ubezpieczenia z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym). Mając na uwadze skutki realizacji ryzyka ubezpieczeniowego i rynkowego zaobserwowano spadek wskaźników wypłacalności (poziom środków własnych i poziom wymaganych aktywów), w przypadku zakładów posiadających w portfelu produkty ubezpieczeniowe wrażliwe

na ryzyko kredytowe oraz w przypadku zakładów posiadających w portfelu lokat papierów wartościowych notowanych na giełdzie oraz jednostkach uczestnictwa i certyfikatach inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych.

3. Operacyjne, czyli ryzyko reputacji (obniżenie zaufania do sektora ubezpieczeniowego wskutek spadku zaufania do sektora bankowego, spotęgowane powiązaniem wewnątrzgrupowymi).

4. Płynności, czyli ryzyko spółek powiązanych (trudności pozyskania kapitału od spółek powiązanych) oraz ryzyko likwidacji lokat (spadek wskaźników wypłacalności (poziom środków własnych i poziom wymaganych aktywów), w przypadku zakładów posiadających w portfelu lokat aktywa wrażliwe na ryzyko kredytowe oraz papierów wartościowych notowanych na giełdzie oraz jednostkach uczestnictwa i certyfikatach inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych).

### **Aspektami pozytywnymi dla sektora ubezpieczeń wynikającymi z kryzysu są:**

(a) wzrost świadomości istnienia ryzyka inwestycyjnego u uczestników rynku finansowego; (b) zmiana w zakresie zarządzania ryzykiem w zakładach ubezpieczeń; (c) lepsza wycena ryzyka w działalności zakładów ubezpieczeń i zwiększenie bezpieczeństwa systemu; (d) możliwość rozwoju oferty produktowej zakładów ubezpieczeń; (e) wzrost składki przypisanej brutto z tytułu ubezpieczeń opartych na tzw. produktach strukturyzowanych; (f) umocnienie argumentów przemawiających za prowadzeniem nadzoru na podstawie analizy ryzyka.

Zdaniem ekspertów Komisji Nadzoru Finansowego należy:

1. Podjąć działania edukacyjne organu nadzoru na rzecz wzrostu świadomości klientów w zakresie ryzyk rynku finansowego.
2. Wprowadzić nadzór oparty o rzeczywiste ryzyko występujące w działalności zakładów ubezpieczeń, co w konsekwencji polepszy wycenę ryzyka i zwiększy bezpieczeństwo systemu.
3. Uświadamianie zakładom ubezpieczeń zalet wprowadzenia i wykorzystywania wewnętrznych modeli.
4. Jeżeli w systemie finansowym istnieją podmioty, które generują ryzyko, ale nie podlegają nadzorowi, to należałoby objąć je nadzorem finansowym w odpowiednim zakresie. Gwałtowny wzrost wartości i ilości udzielanych przez nie kredytów byłby dla organu nadzoru sygnałem do skontrolowania kryteriów przyznawania kredytów. Takie podejście wymaga systematycznego nadzoru, który ze względu na rosnącą wielkość rynku finansowego będzie wymagał wprowadzenia w pewnym zakresie automatyzacji, np. w zakresie weryfikacji poprawności danych, przekroczenia ustawowych limitów. Automatyzacja taka będzie możliwa dla nadzoru prowadzonego w ujęciu ilościowym na podstawie zintegrowanej platformy informatycznej.
5. Monitorować rynek finansowy oraz portfele inwestycyjne zakładów ubezpieczeń.

## Przypisy

<sup>1</sup> Udział w rynku został wyznaczony na podstawie składki przypisanej brutto ogółem, która stanowi sumę składek przypisanych brutto za okres 01.01-30.09.2007 wszystkich zakładów ubezpieczeń działu I i II.

<sup>2</sup> Biuletyn Kwartalny. Rynek ubezpieczeń 2/2007, KNF

<sup>3</sup> Przegląd stabilności systemu finansowego: I półrocze 2007, NBP

<sup>4</sup> Składka przypisana brutto ogółem została wyznaczona jako suma składek przypisanych brutto za okres 01.01.-30.09.2007 wszystkich zakładów ubezpieczeń działu I i II.

<sup>5</sup> Na dzień sporządzenia raportu brak jest danych dotyczących grup kapitałowych, w skład których wchodzi banki, które nie mają siedziby w Polsce i nie są spółką dominującą w grupie kapitałowej.

<sup>6</sup> Zgodnie z MSR 38 rynek aktywny to rynek, który spełnia następujące warunki: pozycje będące przedmiotem obrotu są jednorodne, zazwyczaj w dowolnym momencie można znaleźć zainteresowanych nabywców i sprzedawców, ceny są podawane do wiadomości publicznej.

# n o t a t k i

# Z e s z y t y B R E - C A S E

1	Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
2	Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3	Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4	Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5	Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6	Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7	Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8	Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
9	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10	Wycena ryzyka finansowego
11	Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12	Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13	Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
14	Etyka biznesu
15	Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17	Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18	Dług publiczny
19	Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20	Obrót wierzytelnościami
21	Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22	Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23	Sanacja banków
24	Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25	Finansowanie projektów ekologicznych
26	Instrumenty dłużne na polskim rynku
27	Obligacje gmin
28	Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29	Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30	Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31	Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32	Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33	(nie ukazał się)
34	Rynek inwestycji energooszczędnych
35	Globalizacja rynków finansowych
36	Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
37	Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38	Docelowy model bankowości spółdzielczej
39	Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40	Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41	Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42	Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43	Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44	Kiedy koniec złotego?
45	Fuzje i przejęcia bankowe
46	Budżet 2000
47	Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48	Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki

# Z e s z y t y B R E - C A S E

49	Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50	Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51	Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52	Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53	Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54	Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55	Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56	Czy warto liczyć inflację bazową?
57	Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58	Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59/a	Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60	(nie ukazał się)
61	Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62	Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63	Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64	Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65	Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66	Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67	Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce
85	Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86	Ryzyko inwestycyjne Polski
87	Elastyczność i sprawność rynku pracy
88	Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89	Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90	SEPA – bankowa rewolucja
91	Energetyka-polityka-ekonomia
92	Ryzyko rynku nieruchomości
93	Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94	Reforma finansów publicznych w Polsce
95	Inflacja – czy mamy nowy problem?
96	Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce