

Nr 4(85) 2021

eISSN 2544-7068

BEZPIECZNY BANK

Nr 4(85) 2021

eISSN 2544-7068

BEZPIECZNY BANK

SAFE BANK

BEZPIECZNY BANK jest czasopismem wydawanym przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny od 1997 roku, poświęconym zagadnieniom stabilności systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego.

KOMITET REDAKCYJNY

prof. Jan Szambelańczyk – Redaktor Naczelny
prof. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska
prof. Ryszard Kokoszcyński
prof. Monika Marcinkowska
prof. Ewa Miklaszewska
prof. Krzysztof Opolski
dr Ewa Kulińska-Sadłocha
Artur Radomski
Ewa Teleżyńska – sekretarz redakcji

RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA

dr Marek Dietl – Przewodniczący
prof. Angel Berges Lobera
prof. Paola Bongini
prof. Santiago Carbo-Valverde
prof. Eugeniusz Gatnar
prof. Jacek Jastrzębski
prof. Marko Košak
dr Magdalena Koziańska
prof. Anzhela Kuznetsova
prof. Edgar Löw
dr Kamil Mrocza
prof. Leszek Pawłowicz
Krzysztof Pietraszkiewicz
prof. Sebastian Skuza
prof. Andrzej Sławiński
dr Olga Szczepańska

Artykuły publikowane w **BEZPIECZNYM BANKU** są recenzowane.
Czasopismo **BEZPIECZNY BANK** znajduje się w Wykazie czasopism naukowych i wydawnictw MNiSW i MEiN (40 punktów).
BEZPIECZNY BANK eISSN 2544-7068
Wcześniejsze wydania **BEZPIECZNEGO BANKU** miały numer ISSN 1429-2939

REDAKCJA TECHNICZNA

Krystyna Kawerska

WYDAWCA

Bankowy Fundusz Gwarancyjny
ul. Ks. Ignacego Jana Skorupki 4
00-546 Warszawa

SEKRETARIAT REDAKCJI

Ewa Teleżyńska
Telefon: 22 583 08 78
e-mail: redakcja@bfg.pl

Informacje dotyczące wymogów formalnych i edytorskich dla autorów publikacji znajdują się na stronie: **www.bfg.pl**



Opracowanie komputerowe:
Dom Wydawniczy ELIPSA
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa
tel. 22 635 03 01, e-mail: elipsa@elipsa.pl,
www.elipsa.pl

W numerze



Jan Szambelańczyk – *Od Redakcji* 6

Problemy i poglądy

Marcin Czaplicki, *Makroostrożnościowe bufony kapitałowe banków w Unii Europejskiej w trakcie kryzysu pandemicznego* 8

Michał Boda, *Wpływ pandemii COVID-19 na działalność banków komercyjnych w Polsce* 38

Konrad Szelaąg, *Nowa strategia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego – kontynuacja i zmiana* 56

Ewa Cichowicz, Agnieszka K. Nowak, *Ocena zmian zachodzących w modelach ALM banków w Polsce po wybuchu pandemii COVID-19* 79

Andrzej Dżuryk, *Perspektywy rozwoju europejskich obligacji zabezpieczonych* 101

Miscellanea

Leszek Pawłowicz z zespołem, *Makroekonomiczne wyzwania i prognozy dla Polski w opinii ekspertów Europejskiego Kongresu Finansowego – VIII edycja* 115

Recenzje

Magdalena Kozińska, *Recenzja monografii Pawła Niedziółki, Zielona (r)ewolucja w polskiej bankowości, Difin, Warszawa 2020* 132

Contents

.....

| | |
|---|---|
| Jan Szambelańczyk – <i>A word from the Editor</i> | 6 |
|---|---|

Problems and Opinions

| | |
|--|-----|
| Marcin Czaplicki, <i>Macroprudential capital requirements in the European Union during the COVID-19 crisis</i> | 8 |
| Michał Boda, <i>The Impact of the COVID-19 pandemic on Polish commercial banks'</i> | 38 |
| Konrad Szeląg, <i>The new monetary policy strategy of the European Central Bank – continuity and change</i> | 56 |
| Ewa Cichowicz, Agnieszka K. Nowak, <i>Evaluation of changes occurring in ALM models of banks in Poland after the outbreak of the COVID-19 pandemic</i> | 79 |
| Andrzej Dżuryk, <i>Development Perspectives of European Secured Notes</i> | 101 |

Miscellanea

| | |
|--|-----|
| Leszek Pawłowicz z zespołem, <i>Macroeconomic challenges and forecasts for Poland in the opinion of European Financial Congress Experts – VIII Edition</i> | 115 |
|--|-----|

Reviews

| | |
|--|-----|
| Magdalena Kozińska, <i>Review of the monograph Paweł Niedziółka, Zielona (r)ewolucja w polskiej bankowości, Difin, Warszawa 2020</i> | 132 |
|--|-----|

Od Redakcji

Zwyczajowo przełom roku skłania do szerszych refleksji. Ograniczając się do profilu czasopisma, warto wydobyć kilka spostrzeżeń dotyczących systemu finansowego. Syntetyczny przegląd debat prowadzonych w środowisku finansistów pozwala stwierdzić, że przez niemal cały 2021 r. w kraju i na świecie dominowała tematyka wpływu pandemii COVID-19 na funkcjonowanie systemów społeczno-gospodarczych, problematyka spowolnienia lub tempa wzrostu z uwzględnieniem perturbacji w globalnych łańcuchach dostaw, a także interwencji organów publicznych w celu ograniczenia skutków pandemii. W Polsce specyficznie czołowe miejsce zajmowała tematyka tzw. kredytów frankowych, wreszcie, szczególnie w IV kwartale, brak spodziewanych środków pomocowych z UE oraz gwałtowny przyrost inflacji. Nie pomijano także problemów związanych z globalnymi zagrożeniami klimatycznymi i to głównie w układzie – im biedniejszy region czy kontynent, tym zagrożenia większe.

W zglobalizowanym świecie nie sposób pominąć kwestii perturbacji geopolitycznych rzutujących na światową ekonomię. Można tu wspomnieć m.in. konflikty między Chinami i USA, asertywną politykę Rosji w stosunku do bliższej i dalszej zagranicy, wreszcie napięcia wewnątrz Unii Europejskiej. Można nawet twierdzić, że polityka supermocarstw zmierza do ukształtowania nowej infrastruktury globalnej równowagi. Na tle zachodzących procesów polski sektor bankowy pozostał stabilny, a wyniki finansowe okazały się lepsze niż pesymistyczne prognozy. Natomiast na tle gwałtownej zmiany polityki stóp procentowych NBP w związku z rekordową od dwóch dekad inflacją, rośnie ryzyko dynamicznie rozbudowywanego portfela kredytów mieszkaniowych bez odpowiedniej struktury długoterminowego finansowania. Wszystko to sprawia, że zwłaszcza najmłodsze pokolenia uczestników rynku finansowego stają wobec nieznanego im wcześniej wyzwania, z którymi będą musieli się zmierzyć. Na domiar złego nie widać końca pandemii COVID-19, która coraz to zaskakuje nowymi problemami. Jednym słowem zaczyna się 2022 rok, w którym trzeba będzie nie tylko właściwie adresować, lecz także rozwiązywać trudne społecznie i finansowo problemy.

Wychodząc poza ramy branżowe czasopisma „Bezpieczny Bank”, warto jeszcze zwrócić uwagę na to, że nadal w dominującym nurcie podchodzi się do rozwiązywania problemów, a nawet kryzysów na świecie z uwzględnieniem paradygmatów

pochodzących z coraz bardziej oddalającej się przeszłości i nieadekwatnych dla współczesności. Uwzględniając wskazane wyżej uwarunkowania, powstaje pytanie, czy nie przekracza się granicy użyteczności tych paradygmatów i czy nie należy śmiało, ale i roztropnie, sformułować oraz wdrażać innowacyjne podejście, które opierać się będzie na większej integracji nauk społecznych i przyrodniczych. Można nawet znaleźć propozycje rewizji paradygmatu ekonomii głównego nurtu na rzecz adaptacji globalnego systemu społeczno-gospodarczego do koncepcji zrównoważonego rozwoju odpowiadającej symbolicznie zasadom termodynamiki (zwane też ekonomią obwarzanka)¹. Każda działalność ludzka wymaga bowiem przekształceń energii prowadzącej do nieodwracalnego wzrostu entropii systemu, czego doświadczamy m.in. w materializacji ryzyka ESG.

W ostatnim numerze „Bezpiecznego Banku” w 2021 r. w części „Problemy i poglądy” publikujemy pięć artykułów, z których cztery w różnych aspektach podejmują problematykę związków pandemii COVID-19 z funkcjonowaniem systemu finansowego w skali Unii Europejskiej oraz jej krajów członkowskich, ze szczególnym uwzględnieniem polskiego sektora bankowego. Piąty artykuł nakreśla perspektywy rozwoju europejskich obligacji zabezpieczonych. W dziale „Miscellanea” zamieszczamy VIII edycję wyzwań i prognoz makroekonomicznych opracowywanych przez ekspertów Europejskiego Kongresu Finansowego. dopełnieniem numeru jest omówienie monografii Pawła Niedziółki pt. *Zielona (r)ewolucja w polskiej bankowości*.

Życzę Państwu interesującej lektury oraz szczęśliwego 2022 roku.

Redaktor Naczelny
Jan Szambelańczyk

¹ Kate Raworth, *Ekonomia obwarzanka*, Wydawnictwo Znak, Kraków 2021.

Problemy i poglądy



DOI: 10.26354/bb.1.4.85.2021

Marcin Czaplicki*

ORCID: 0000-0002-3255-0985

marcin.czaplicki@sgh.waw.pl

Makroostrożnościowe bufony kapitałowe banków w Unii Europejskiej w trakcie kryzysu pandemicznego

Streszczenie

Artykuł poświęcony jest polityce makroostrożnościowej w gospodarkach Unii Europejskiej w okresie pandemii COVID-19, od końca 2019 r. do połowy 2021 r. Głównym celem analizy było porównanie zmian restrykcyjności wymogów makroostrożnościowych (buforów kapitałowych) z wykorzystaniem różnych miar restrykcyjności (wymóg kapitałowy, nadwyżkowy bufor kapitałowy, potencjał do ekspansji kredytowej). Stosując metody ilościowej i jakościowej analizy danych, zidentyfikowano ważne przyczyny zmian restrykcyjności polityki makroostrożnościowej, wykazując, że jej ograniczenie wynikało w większej mierze z dążenia do odbudowy pozycji kapitałowej banków niż z obniżenia wymogu regulacyjnego. Analiza pokazała ponadto, że spośród badanych państw wymogi kapitałowe dla banków w Polsce w trakcie pandemii zostały poluzowane najbardziej.

Słowa kluczowe: Unia Europejska, polityka makroostrożnościowa, pandemia COVID-19, wymogi kapitałowe, restrykcyjność

JEL: E51, G18, G21, G28

* Marcin Czaplicki – dr, Instytut Ryzyka i Rynków Finansowych Szkoła Główna Handlowa w Warszawie. Badanie zostało sfinansowane z subwencji Ministerstwa Edukacji i Nauki na utrzymanie i rozwój potencjału badawczego w Kolegium Zarządzania i Finansów SGH (w ramach badania statutowego KZiF/S21/1.11).

Macroprudential capital requirements in the European Union during the COVID-19 crisis

Abstract

The article tackles the issue of macroprudential policy in the European Union during the COVID-19 pandemic, from the end of 2019 to mid-2021. The main purpose of the analysis was to compare changes in the restrictiveness of macroprudential requirements (capital buffers) using various restrictiveness measures (capital requirement, excess capital buffer, bank lending capacity). Using quantitative and qualitative data analysis, the main reasons for changes in the restrictiveness of macroprudential policy have been identified. It has been shown that the reduction of the regulatory stringency resulted to a bigger extent from improved capital position of banks than from a lower capital requirement. The analysis has also indicated that among the EU countries, capital requirements for banks in Poland were loosened the most during the pandemic.

Key words: European Union, macroprudential policy, COVID-19 pandemic, capital requirements, restrictiveness

Wstęp

Pandemia COVID-19 oraz towarzyszące jej procesy i zjawiska kryzysowe były pierwszym prawdziwym testem dla makroostrożnościowych wymogów kapitałowych (bufora zabezpieczającego, antycyklicznego, ryzyka systemowego oraz instytucji (globalnych lub pozostałych) istotnych systemowo)¹, które zgodnie z założeniami miały docelowo ograniczać ryzykowną działalność bankową i zapobiegać narastaniu ryzyka systemowego. Wprowadzenie ogólnonarodowych restrykcji sanitarnych oraz ograniczenie (dobrowolne lub przymusowe) mobilności ludności czy wręcz lockdown doprowadziły do nagłego i niespotykanie głębokiego załamania aktywności gospodarczej i skutkowało utratą ciągłości finansowej przez liczne przedsiębiorstwa oraz zagrożeniem trwałości zatrudnienia pracowników. Stabilizacja sytuacji była możliwa dopiero po rozległej i wyjątkowo szybkiej (jak na historyczne doświadczenia) interwencji rządów z wykorzystaniem instrumentów polityki gospodarczej (pieniężnej i fiskalnej). Interwencje te nie zapobiegły jednak recesji, której skalę można porównać do tej z przełomu lat 2008 i 2009. Pozwoliły one jednak ochronić sektor finansowy przed kryzysem, który wydawał się bardzo prawdopodobny po miesięcznych perturbacjach zapoczątkowanych w końcu lutego 2020 r.

W ramach polityki stabilizacyjnej poluzowano m.in. politykę makroostrożnościową. W Unii Europejskiej pierwsze działania podjęto już w marcu 2020 roku, przy czym w większości państw członkowskich zmniejszono wymogi kapitałowe oraz płynnościowe. Motywowano również banki, aby w okresie ograniczonego popytu na kredyt oraz pod parasolem ochronnym polityki gospodarczej odbudowywały

¹ Tak zwane wymogi II-filarowe są w pracy uznawane za mikroostrożnościowe, z uwagi na ich ustalenie w oparciu o *stress-testy* dla poszczególnych instytucji.

swoje nadwyżki kapitałowe. W konsekwencji, z regulacyjnego punktu widzenia, pięć kwartałów po wybuchu pandemii pozycja kapitałowa większości banków była lepsza niż w lutym 2020 r., tj. przed wybuchem pandemii.

Celem prezentowanych analiz była identyfikacja przyczyn zmian restrykcyjności polityki makroostrożnościowej w Unii Europejskiej w obliczu kryzysu pandemicznego. W prowadzonych analizach, z wykorzystaniem metod ilościowych i jakościowych, porównano różne miary restrykcyjności (wymogu kapitałowego, nadwyżkowego bufora kapitałowego oraz potencjału do ekspansji kredytowej) oraz ich zmiany w trakcie pandemii.

1. Przegląd literatury dotyczącej pomiaru restrykcyjności polityki makroostrożnościowej

Ocena skuteczności polityki makroostrożnościowej wiąże się zwykle z badaniem wpływu instrumentów ostrożnościowych na akcję kredytową, poziom zadłużenia, a także ceny aktywów (w tym zwłaszcza nieruchomości) czy oprocentowanie kredytów. Specyfika instrumentów ostrożnościowych sprawia, że w analizach wykorzystuje się głównie dane dyskretne (nieciągłe), a niekiedy zero-jedynkowe. Wynika to m.in. z charakterystyki wykorzystywanych narzędzi ostrożnościowych, których wielość oraz różnorodność w poszczególnych państwach powoduje ograniczoną porównywalność, a tym samym ocenę restrykcyjności. Wczesne badania wykorzystywały pojedyncze lub agregatowe zmienne fikcyjne w celu oceny skutków wprowadzenia lub zmiany konkretnego instrumentu regulacyjnego. Przykładami prac ze zmiennymi pojedynczymi są publikacje: Lim, Columba, Costa, Kongsamut, Otani, Saiyid, Wezel i Wu (2011), Tovar, Garcia-Escribano i Vera Martin (2012) oraz Arregui, Benes, Krznar, Mitra i Santos (2013). Analizy z fikcyjnymi zmiennymi agregatowymi prowadzili Kuttner i Shim (2016), jeśli w badanym okresie zmieniono lub wprowadzono więcej niż jeden instrument. Crowe, Dell’Ariccia, Igan i Rabanal (2013) wykorzystali metodę studiów przypadku, aby ocenić wpływ wybranych zmiennych makroostrożnościowych na rynek nieruchomości. Claessens, Ghosh i Mihet (2013) oraz Geršl i Jašová (2014) wykorzystali podejście binarne, aby oznaczyć okres, w którym obowiązywała dana regulacja.

Vandenbussche, Vogel i Detragiache (2015) wprowadzili bardziej zaawansowane miary restrykcyjności polityki makroostrożnościowej. Nie tylko wyróżniali oni kierunki zmian instrumentów makroostrożnościowych, ale także przypisali im poziom restrykcyjności. Przykładem było wprowadzenie współczynnika LTV na poziomie 60% jako bardziej restrykcyjne niż współczynnika LTV-100%. Tym samym ujęły zmiany wysokości wymogów kapitałowych banków różnicując je według wielkości zmiany całkowitego wymogu mierzonego w punktach procentowych.

Dyskrecjonalność danych obrazujących politykę makroostrożnościową była jednym z najważniejszych czynników utrudniających analizę wpływu zmian regulacji ostrożnościowych na sektor finansowy. Najpopularniejszym rozwiązaniem

tego problemu było tworzenie miar zagregowanych (złożonych), obejmujących wiele mniej lub bardziej powiązanych instrumentów (por. Ostry, Ghosh, Chamon i Qureshi (2012), Zhang i Zoli (2016) oraz Bruno, Shim i Shin (2017)). Konstrukcja tych indeksów polityki makroostrożnościowej (ang. *macroprudential policy indexes*) szybko zyskała na popularności. Wykorzystali je m.in. Fendoğlu (2017), Cerutti, Claessens i Laeven (2017) oraz Akinci i Olmstead-Rumsey (2018), którzy dodatkowo opracowali oddzielne indeksy dla luzowania oraz zacieśniania polityki makroostrożnościowej), Cizel, Frost, Houben i Wierts (2019) rozróżnili w swoim badaniu instrumenty cenowe i ilościowe, aby rozwiązać problem warunków brzegowych, ponieważ zmienne fikcyjne dostępne w większości baz danych nie pozwalały na ocenę skali działań regulacyjnych.

Kuttner i Shim (2016) podkreślali, że wykorzystywanie zmiennych binarnych, a nie numerycznych, w ocenie efektywności polityki makroostrożnościowej jest uproszczeniem, ale wynika z dużej niejednorodności danych (por. także Carreras, Davis i Piggott 2018). To ważna konstatacja, gdyż nawet wykorzystanie bardzo podobnych instrumentów ostrożnościowych, jak wskaźniki DTI (relacja zadłużenia do rocznego dochodu dłużnika) czy LTV (relacja wielkości kredytu do wartości jego zabezpieczenia) nie mogą być w prosty sposób porównywane (ze względu na różne rodzaje nieruchomości, typy klientów, pożyczkodawców itp.). Lee (2013) analizował przypadek Korei Południowej, gdzie wskaźniki LTV i DTI były zróżnicowane ze względu na typ nieruchomości, jej położenie, termin zapadalności pożyczki, typ instytucji finansowej, która jej udzieliła, a nawet status matrymonialny dłużnika. Problem ten poruszali także Tillmann (2015) oraz Lee, Asuncion i Kim (2016), którzy wykorzystali modelowanie ekonometryczne (wektorowa autoregresja rozszerzona o wykorzystanie zmiennych jakościowych, Qual VAR), aby przekonwertować zmienne binarne o szokach makroostrożnościowych na dane ciągłe. Zhang i Tressel (2017) zmapowali instrumenty makroostrożnościowe przyporządkowując je do czynników wpływających na zmiany kryteriów udzielania kredytów. Na przykład nie używali zmiennych fikcyjnych dla wymogów LTV, ale analizowali zmiany tych wymogów na podstawie analiz przewodniczących komitetów kredytowych (ang. *bank lending survey*). Dumčić (2018), poza użyciem tradycyjnego indeksu polityki makroostrożnościowej, wykorzystwała bezpośrednio wartości (w procentach lub punktach procentowych) wymogu rezerwy obowiązkowej, a także współczynniki LTV i DTI. Niektóre badania posługiwały się zmianami zmiennych w następstwie wcześniej nałożonych wymogów, jak mechanizm dynamicznego odprowadzania rezerw (Jiménez, Ongena, Peydró i Saurina 2017) lub współczynnik LTV (Richter, Schularick i Shim 2019).

2. Ewolucja badań nad wymogami kapitałowymi banków

Rosnąca standaryzacja (poprzez kolejne bazylejskie Umowy Kapitałowe) i wykorzystanie (ze względu na wprowadzenie Bazylei III) buforów kapitałowych tworzą obiecujące pole do badań mających za przedmiot ocenę wpływu i skuteczności narzędzi ostrożnościowych nakierowanych na stronę podażową działalności banków.

W obliczu obowiązywania wymogów kapitałowych każdy bank musi warunkować decyzje o ekspansji swojego biznesu poziomem posiadanego kapitału (funduszy własnych). Ponieważ każdy bank musi, udzielając kredytu, odłożyć odpowiednią część tych funduszy (kierując się wymogiem kapitałowym, ale także suwerenną decyzją o ewentualnych buforach wewnętrznych), okazuje się, że słabsze instytucje udzielają mniej kredytów. Altavilla, Boucinha, Holton i Ongena (2018) pokazują, że niższe tempo ekspansji kredytowej słabszych banków wynika zarówno z obniżonej podaży, jak i popytu na kredyt, który zależy m.in. od ich profilu ryzyka czy struktury finansowania. Gambacorta i Shin (2018) wskazują, że poziom kapitałów własnych jest istotnym czynnikiem determinującym zarówno koszt finansowania, jak i dynamikę akcji kredytowej. Ich zdaniem banki z większymi kapitałami własnymi charakteryzują się szybszą ekspansją kredytową z uwagi na możliwość pozyskania tańszego finansowania. Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (2015) ustalił w paneuropejskim badaniu sektora bankowego, że wyższy poziom kapitału ma istotny pozytywny wpływ na stronę podażową akcji kredytowej.

Wymogi kapitałowe znajdują się w centrum badań naukowych już od wielu lat. Bernanke i Lown (1991) wskazali na zależność między relacją kapitałów własnych do aktywów oraz ekspansją kredytową, sugerując, że spadek kapitałów banków mógł pogłębić recesję 1990 roku w USA; Hancock i Wilcox (1993) pokazali, że akcja kredytowa spowolniła w 1990 roku z uwagi na zbyt niski poziom kapitałów własnych w bankach, co sprawiło, że niektóre z nich ograniczyły wolumen kredytów, aby spełnić wymogi kapitałowe. Heid, Porath i Stolz (2003) stwierdzili, że reakcja banków na zmiany wymogów kapitałowych zależy od ich buforów (nadwyżek) kapitałowych, czyli różnicy między współczynnikiem adekwatności kapitałowej a wymogiem regulacyjnym. Takie ujęcie było szeroko wykorzystywane jeszcze przed Globalnym Kryzysem Finansowym (por. Fonseca, González i Pereira da Silva (2010), którzy dokonali bardzo dokładnego przeglądu literatury z tego okresu), ponieważ (przy stałym poziomie wymogów, który obowiązywał w tym czasie) pozwalało na ocenę (relatywnej) mocy wiążącej regulacji.

Wykorzystanie w badaniach współczynników kapitałowych jako determinant akcji kredytowej banków nabrało znaczenia po Globalnym Kryzysie Finansowym lat 2007–2009. Aiyar, Calomiris i Wielądek (2014) mierzyli wpływ zmian wymogów kapitałowych na ekspansję kredytową banków. Relatywnie szybko podejście oparte na wymogu kapitałowym lub współczynniku adekwatności kapitałowej zmieniono na takie, które punkt ciężkości kładzie na nadwyżkę kapitałów ponad wymóg regulacyjny (por. m.in. Berrospide i Edge 2010; Borio i Gambacorta 2017; Catalán, Hoffmaister i Harun 2017 oraz Gambacorta i Shin 2018). Przykładu wykorzystania tego drugiego podejścia na gruncie polskim dostarcza Kapuściński (2017). De Jonghe, Dewachter i Ongena (2020) co prawda nie wykorzystywali bezpośrednio nadwyżkowego kapitału, ale modelowali różnorodne miary ekspansji kredytowej przy jednoczesnym wykorzystaniu wymogu i współczynnika adekwatności kapitałowej. W końcu, Imbierowicz, Löffler i Vogel (2021) obok nadwyżkowego kapitału wykorzystali relację aktywów ważonych ryzykiem do aktywów ogółem. Podkreślili, że za użyciem takiego podejścia stała obserwacja, iż banki z niższą przeciętną wagą

ryzyka są mniej eksponowane na zmiany wymogów kapitałowych. Wszystkie wyżej wymienione zabiegi mają na celu zwiększenie porównywalności danych nie tylko między różnymi bankami, ale także między różnymi jurysdykcjami, które mogą charakteryzować się innym poziomem wymogów kapitałowych, strukturą popytu na kredyt (a zatem także przeciętną wagą ryzyka zależną od tego, jaki rodzaj kredytów dominuje w portfelu bankowym).

3. Charakterystyka danych i metody badania

Badanie restrykcyjności polityki makroostrożnościowej w Unii Europejskiej zostało przeprowadzone przy wykorzystaniu czterech zmiennych: wymogu kapitałowego, współczynnika adekwatności kapitałowej, bufora (nadwyżki) kapitału oraz potencjału do ekspansji akcji kredytowej mierzonego zarówno w ujęciu bezwzględnym (mld EUR), jak i względnym (jako odsetek aktywów)². Formułowane wnioski, w szczególności w zakresie nadwyżki kapitałowej oraz potencjału do ekspansji kredytowej, bazują na odniesieniu adekwatności kapitałowej banków do kapitału regulacyjnego (a nie wewnętrznego), co oznacza, że nie ujmuje wewnętrznych decyzji banków co do utrzymywania minimalnej (naruszalnej tylko w sytuacjach skrajnych) nadwyżki funduszy własnych ponad wymóg regulacyjny.

Analiza wymogu połączonego bufora została ograniczona do instrumentów makroostrożnościowych. Oznacza to, że wyłączono z niej tzw. bufor drugofilarowy, które dotyczą tzw. dyscypliny nadzorczej, a więc ustala się je indywidualnie dla danej instytucji opierając się na ich specyficznym ryzyku (podejście mikro). Analiza objęła dane dla 27 państw Unii Europejskiej. Wartości wymogów/buforów kapitałowych pochodzą z dokumentów publikowanych przez Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego³, natomiast miary adekwatności kapitałowej, bilansu oraz wagi ryzyka zostały zaczerpnięte z bazy danych Europejskiego Banku Centralnego (ECB Statistical Data Warehouse). W tabeli 1 zawarto opis wykorzystanych danych oraz ich źródeł.

Z uwagi na zróżnicowanie wartości wymogu połączonego bufora nie tylko dla różnych gospodarek, ale także poszczególnych banków, dokonano agregacji danych na poziomie krajowym, dla wyznaczenia wymogu dla poszczególnych sektorów bankowych. W tym celu zgromadzono dane dla 197 banków (grup bankowych z Unii Europejskiej), które zostały wyróżnione w bazie ERRS. Przy tym, jeżeli w okresie objętym analizą doszło do fuzji lub przejęcia między bankami występującymi w bazie, dane historyczne były odpowiednio agregowane, aby uzyskać jednolitą serię danych historycznych. Tabela Z1 w Załączniku zawiera listę banków objętych analizą.

² Zgodnie z metodyką zaproponowaną przez Czaplickiego (2021) jest to iloraz nadwyżki kapitału i całkowitego wymogu kapitałowego.

³ „Overview of national capital-based measures” publikowany z częstotliwością kwartalną na stronie ERRS prezentującej krajowe działania nadzorcze (https://www.esrb.europa.eu/national_policy/html/index.en.html), a także notyfikacje lokalnych organów prowadzących politykę makroostrożnościową.

Tabela 1. Zmienne wykorzystane w badaniu i źródła informacji

| Zmienne | Źródło informacji |
|---|--|
| Fundusze własne dla danej instytucji | Skonsolidowane sprawozdania finansowe |
| Fundusze własne dla sektora | Obliczenia własne na podstawie danych o aktywach, CAR i przeciętnej wadze ryzyka (wszystkie z EBC) |
| Kredyty i papiery wartościowe | EBC |
| Kursy walutowe | stooq.pl |
| Przeciętna waga ryzyka aktywów | EBC |
| Suma aktywów | EBC |
| Współczynniki adekwatności kapitałowej | EBC |
| Wymogi związane z buforami kapitałowymi | ERRS |

Źródło: opracowanie własne.

Dane o wymogach kapitałowych dla poszczególnych banków w analizowanym państwie zostały przeważone ich udziałami w łącznych funduszach własnych danego sektora⁴. W efekcie wymóg kapitałowy dla krajowego sektora bankowego stanowi średnią ważoną wymogów dla działających w nim banków. W odróżnieniu od dominującej formy analizy w ujęciu przedziałowym (np. 10,5%–12,0%), zastosowane podejście pozwala na dokładniejszą analizę restrykcyjności dzięki wskazaniu jednej miary punktowej.

W badaniu dokonano także analizy przyczyn zmiany restrykcyjności polityki makroostrożnościowej. Było to możliwe dzięki jej dekompozycji. W pierwszej kolejności zidentyfikowano modyfikację wymogu kapitałowego oraz zmianę poziomu adekwatności kapitałowej, jako dwie podstawowe przyczyny wahań zarówno nadwyżki kapitałowej, jak i potencjału do ekspansji aktywów banków. Następnie zanalizowano przyczyny zmian adekwatności kapitałowej, identyfikując wśród nich wahania poziomu funduszy własnych, wielkości aktywów banków oraz ich przeciętnej wagi ryzyka. Ujęcie to z jednej strony pozwala na dokładniejsze wskazanie bezpośrednich przyczyn zmian restrykcyjności polityki, przy założeniu, że miarą restrykcyjności nie jest sam wymóg, ale stopień jego „uciążliwości” dla regulowanych instytucji. Z drugiej jednak strony ujęcie to nie odpowiada najwyższemu możliwemu stopniowi szczegółowości. Zmiany wag ryzyka mogły wynikać albo z decyzji nadzorczo-regulacyjnych (jak wprowadzenie CRR Quick Fix), albo z decyzji banków co

⁴ Przykładowo, jeżeli mamy sektor składający się z dwóch banków A i B z wymogami odpowiednio 12% i 15% oraz funduszami własnymi 1 mld EUR i 3 mld EUR, to waga banku A wynosi 25%, a banku B 75%, wobec czego wymóg (ważony) dla całego sektora wynosi $12\% \times 25\% + 15\% \times 75\%$, czyli 14,25%.

do polityki kredytowej i inwestycyjnej (prowadzącej do zmiany struktury aktywów, a więc także ich przeciętnej wagi ryzyka). W przypadku funduszy własnych, z uwagi na brak dostępnych danych, niemożliwa była identyfikacja stopnia w jakim na ich zmianę wpływały zyski lub straty banków, ewentualne emisje akcji czy obligacji podporządkowanych, ani inne czynniki.

Dekompozycja zmian potencjału kapitałowego do ekspansji działalności banków w państwach Unii Europejskiej została przeprowadzona na dwa sposoby. Pierwszy z wykorzystaniem ujednoliconych miar w EUR oraz drugi z wykorzystaniem wartości w walutach krajowych. To ostatnie ujęcie pozwoliło uniknąć zakłóceń wynikających np. z osłabienia kursu walutowego, pomimo wzrostu nominalnych wielkości aktywów czy funduszy własnych.

4. Polityka makroostrożnościowa w Unii Europejskiej w trakcie kryzysu COVID-19

Pandemia COVID-19 i związany z nią kryzys były pierwszą okazją do weryfikacji założeń leżących u podstaw prowadzonej we wcześniejszych latach polityki makroostrożnościowej. Dotyczyło to głównie powszechnych redukcji buforów kapitałowych, które złagodziły wpływ kryzysu na akcję kredytową banków. Casanova, Hardy i Onen (2021) analizowali różne sposoby zwiększenia akcji kredytowej banków i potwierdzili pozytywny wpływ podniesienia potencjału banków do ekspansji kredytowej. Banki, które na początku pandemii poprawiły swoją pozycję kapitałową, w kolejnych kwartałach 2020 roku wykazywały wyższy przyrost wolumenu kredytów. Hardy (2021) opierając się na próbie 133 dużych banków wykazał, że ograniczenia wypłat dywidend skutkowały zwiększeniem bazy kapitałowej w 2020 r. i przekładały się na wyższą akcję kredytową. Dicano i Montesi (2021) analizowali zagregowane dane dla Francji, Hiszpanii, Niemiec, Wielkiej Brytanii, Włoch oraz USA, porównując potencjał do absorpcji strat banków (nadwyżka kapitałowa wobec wymogu przy uwzględnieniu wzrostu potencjalnych strat w wyniku pandemii) przed Globalnym Kryzysem Finansowym w roku 2007 i kryzysem pandemicznym w 2019 r. oraz wpływ ulg i obniżek na potencjał banków do ekspansji kredytowej. Stwierdzili, że banki miały dużo wyższe bufora przed kryzysem pandemicznym, co umożliwiło im zwiększenie aktywów o 10%–20% przy zachowaniu potencjału do absorpcji ewentualnych strat związanych z kryzysem. Natomiast Rada Stabilności Finansowej (2021, s. 10) stwierdziła, że banki przeważnie zwiększyły swoje nadwyżki kapitałowe w trakcie pierwszych miesięcy pandemii. Riksbank (2020) oszacował, że obniżenie wymogów kapitałowych przez szwedzkiego nadzorcę na początku pandemii uwolniło ok. 900 mld SEK potencjału kredytowego szwedzkich banków.

Z analiz Budnik, Dimitrova, Grośa, Jancokovej, Lampego, Sorvillo, Stulara i Volka (2021) wynika, że działania nadzorcze, regulacyjne oraz władz publicznych (w szczególności gwarancje kredytowe), podjęte w pierwszej połowie 2020 roku, pozwoliły utrzymać portfel kredytów dla prywatnego sektora niefinansowego na

poziomie ok. 5% wyższym (w tym o 12% wyższym dla przedsiębiorstw niefinansowych), aniżeli byłoby to możliwe przy braku tej interwencji. Ponadto działania interwencyjne miały pozytywny wpływ zarówno na poziom nieobsługiwanych kredytów, jak i rentowność banków. Avezum, Oliveira i Serra (2021) dowiedli, że poluzowanie lub zniesienie buforów kapitałowych (głównie antycyklicznego bufora ryzyka systemowego) miało pozytywny wpływ na akcję kredytową skierowaną do gospodarstw domowych (przede wszystkim w postaci kredytów hipotecznych) oraz małych przedsiębiorstw. Dobrzańska (2020) oraz Radek (2021) przeprowadziły przegląd narzędzi mikro- i makroostrożnościowych wykorzystanych lub zmienionych w trakcie pandemii w Unii Europejskiej.

Czerniak, Czaplicki, Mokrogulski, Niedziółka i Szelałowska (2021, s. 289–290) oszacowali, że: „zmiana wymogów kapitałowych, wraz ze wzrostem współczynników adekwatności kapitałowej w sektorze bankowym, pozwoliła na zwiększenie potencjału kredytowego (banków w państwach Europy Środkowej i Wschodniej należących do Unii Europejskiej) o 41,7%, czyli łącznie o 148,7 mld EUR (w 2020 roku)”. Autorzy ci zbadali także różnicę między poziomem restrykcyjności regulacji kapitałowych w grupie 11 państw regionu Europy Środkowej i Wschodniej i stwierdzili, że banki w regionie „były znakomicie wyposażone do wsparcia rządu w działaniach antykryzysowych, a potencjał kredytowy kształtował się między 33,5% (na Słowacji) a 54,9% (w Estonii) wartości wolumenu już udzielonych kredytów”.

5. Wyniki badania zmian restrykcyjności wymogów kapitałowych w UE

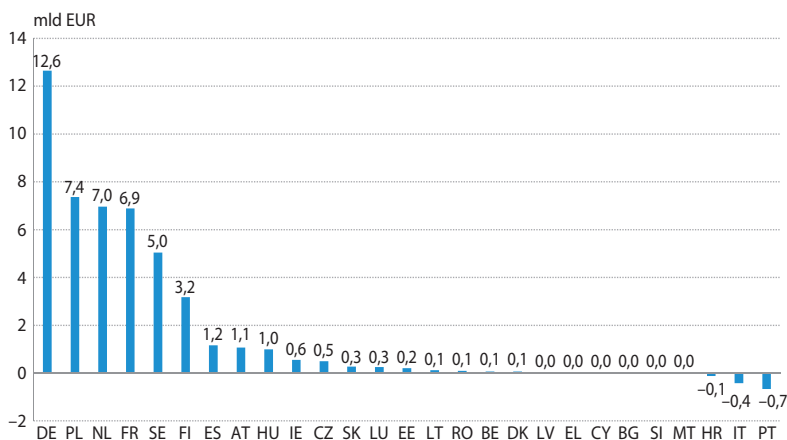
W literaturze przedmiotu brakuje kompleksowej analizy zmian w wymogach kapitałowych banków w trakcie kryzysu pandemii COVID-19. Dlatego prezentowane badanie ma na celu podjęcie próby wypełnienia tej luki poprzez empiryczną analizę zmian makroostrożnościowych wymogów kapitałowych oraz adekwatności kapitałowej banków w 27 państwach członkowskich Unii Europejskiej w okresie od końca 2019 r. do września 2021 r.

Globalne rozprzestrzenianie się pandemii koronawirusa i wywołana nią recesja uderzyła z niespotykaną szybkością w gospodarkę Unii Europejskiej, co spotkało się z natychmiastową reakcją wielu rządów i banków centralnych w zakresie polityki monetarnej i fiskalnej, ale także makroostrożnościowej. We Francji, Irlandii i na Litwie zmniejszono do zera bufor antycykliczny. W Belgii, Niemczech i na Słowacji zostały odwołane wcześniej zapowiedziane podwyżki tego bufora (Słowacja później dokonała dodatkowej redukcji bufora do 1%). Władze Estonii i Finlandii zniosły bufor ryzyka systemowego, w Holandii jego wysokość została ograniczona z 3% do 1,5%–2,5% w zależności od instytucji. Obniżono także bufory innych instytucji o znaczeniu systemowym (OSII) na Cyprze, Finlandii, Litwie i w Holandii, lub wydłużono okres na wdrożenie zaplanowanych wcześniej wymogów (Portugalia i Grecja). Dodatkowo Europejski Bank Centralny (2020) zachęcił banki strefy euro

do wykorzystania dostępnych buforów kapitałowych, w tym drugofilarowego⁵. Również poza strefą euro władze nadzorcze i regulacyjne podejmowały działania nakierowane na ograniczenie uciążliwości wymogów kapitałowych dla banków. Czechy dwukrotnie obniżyły bufor antycykliczny, w sumie z 1,75% do 0,5%. W Danii i Szwecji w pełni zniesiono ten bufor. W Bułgarii wstrzymano uchwaloną wcześniej podwyżkę. W Polsce zniesiono *de iure* bufor ryzyka systemowego, co *de facto* oznaczało jego obniżenie z 3% do 0%. Na Węgrzech obniżono buforów innych instytucji o znaczeniu systemowym do zera. Do 30 czerwca 2021 r. wszystkie działania makroostrożnościowe podjęte w państwach strefy euro uwolniły 34,0 mld EUR funduszy własnych, a w całej Unii Europejskiej 48,1 mld EUR.

Analiza rysunku 1 wskazuje na bardzo duże zróżnicowanie uwolnionych kapitałów w sektorach bankowych krajów UE. Z tego punktu widzenia warta podkreślenia jest bardzo wysoka pozycja polskiego sektora bankowego, w którym uwolniono blisko 59% kwoty kapitału uwolnionego w Niemczech, dystansując znacząco inne kraje Europy Środkowej i Wschodniej członków UE.

Rysunek 1. Uwolnione fundusze własne banków w krajach UE w następstwie obniżenia wymogów makroostrożnościowych (stan na 30 czerwca 2021 r.)

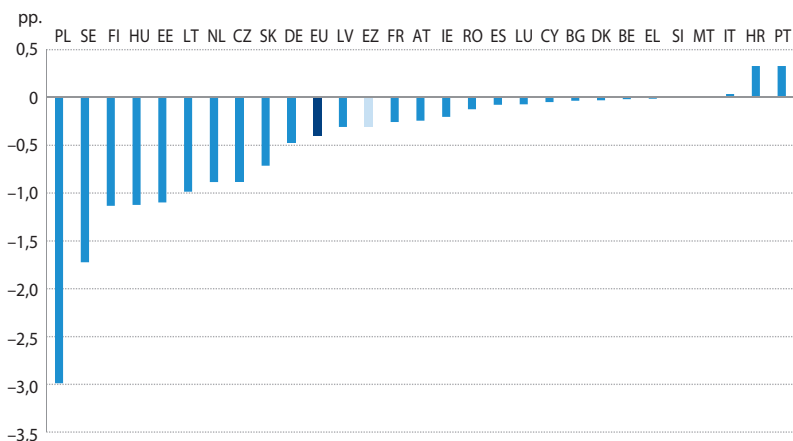


Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych ERRS, EBC i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków.

Wartości przedstawione na rysunku 1 są pochodną zarówno zmian wymogu regulacyjnego, jak i wielkości danego sektora bankowego. Natomiast rysunek 2 pokazuje względną zmianę poziomu połączonego bufora wymogów makroostrożnościowych w państwach Unii Europejskiej w okresie między marcem 2020 r. a wrześniem 2021 r. Najsilniej parametr ten obniżono w Polsce i to blisko o dwukrotność punktów procentowych dla zajmującej drugą pozycję Szwecji oraz niemal ośmiokrotność dla średniej UE.

⁵ Kwestia ta nie była bezpośrednio wykorzystana w omawianym w tym artykule badaniu.

Rysunek 2. Zmiana łącznego bufora makroostrożnościowego wymogów kapitałowych w państwach Unii Europejskiej w okresie między marcem 2020 r. a wrześniem 2021 r.



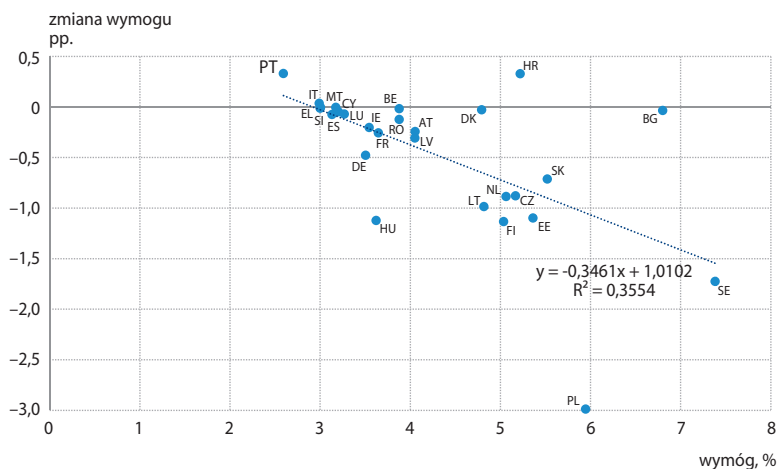
Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych ERRS, EBC i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków.

Na rysunkach 1 i 2 pokazano, że nie we wszystkich państwach UE zmniejszył się przeciętny wymóg kapitałowy dla sektora, co nie pozwoliło uwolnić funduszy własnych banków, nawet pomimo redukcji poszczególnych instrumentów. We Włoszech wynikało to z podwyżek buforów OSII dla największych banków na koniec 2020 r., w Portugalii ze wzrostu wielkości banków obciążonych wyższymi wymogami kapitałowymi (przekładającego się na wzrost przeciętnego wymogu), a w Chorwacji ze zmiany sposobu obliczania wymogu (w momencie wybuchu pandemii brany był pod uwagę wyższy spośród bufora OSII lub ryzyka systemowego)⁶. Co ciekawe, w Irlandii wpływ redukcji bufora antycyklicznego na początku II kwartału 2020 r. był większy niż w późniejszych okresach (IV kwartał 2020 r. i II kwartał 2021 r.) podwyżek buforów innych instytucji o znaczeniu systemowym. Warto wskazać, że decyzje o redukcji wymogów były często uzasadniane przestrzenią do takiego działania. Im większy był przedpandemiczny wymóg makroostrożnościowy (powyżej 8%) tym większa była przestrzeń do jego redukcji w okresie kryzysu pandemicznego. Rysunek 3 pokazuje, że z takiej możliwości skorzystało wiele instytucji nadzoru makroostrożnościowego. Widać na nim również, że w państwach, w których suma buforów makroostrożnościowych była bliska poziomowi bufora zabezpieczającego (2,5%), nadzorcy powstrzymywali się przed decyzjami zmieniającymi (niewielkie zmiany wymogu wynikają z przesunięć w strukturze sektora, stanowiąc pochodną metodyki przyjętej w badaniu⁷).

⁶ Od końca 2020 r. ich wartości są sumowane, co w przypadku niektórych banków zbiegło się z obniżeniem wysokości bufora ryzyka systemowego.

⁷ Wymóg, który jest obliczany w badaniu dla każdego z państw, jest średnią ważoną wymogów dla pojedynczych instytucji w nich działających, w związku z czym (przykładowo), jeżeli wielkość banków

Rysunek 3. Przedpandemiczny bufor makroostrożnościowy a skala spadku wymogu kapitałowego w trakcie pandemii



Uwaga: kropki na wykresie reprezentują państwa Unii Europejskiej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych ERRS, EBC i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków.

Wzrost wielkości funduszy własnych (m.in. na skutek zatrzymania zysków), a także spadek przeciętnej wagi ryzyka aktywów (wynikał on ze zmiany struktury aktywów w kierunku tych mniej ryzykownych)⁸ zredukował negatywny wpływ wzrostu sumy bilansowej na współczynnik adekwatności kapitałowej. Rysunek 4 pokazuje, że wskaźnik adekwatności kapitałowej (Capital Adequacy Ratio, dalej: CAR) wzrósł niemal we wszystkich państwach Unii Europejskiej poza Słowenią, Holandią, a przede wszystkim Grecją (EL), gdzie obniżył się o ponad 2 pp.

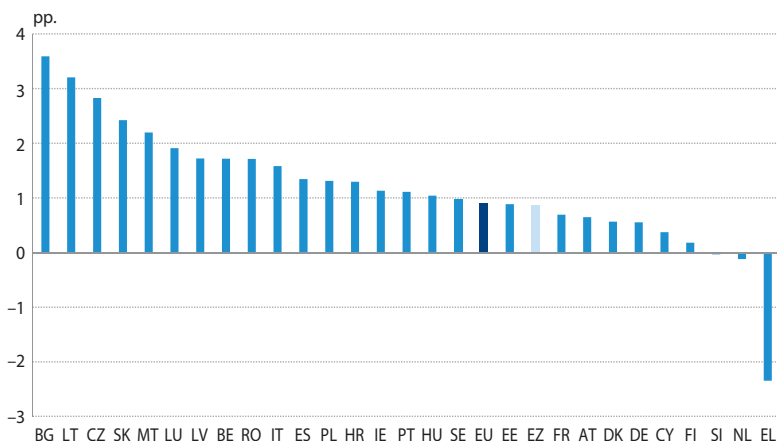
Z zestawienia zmian wymogów makroostrożnościowych oraz miar adekwatności kapitałowej widzimy, że między początkiem 2020 r. a końcem czerwca 2021 r.⁹ nadwyżka kapitału banków nie zwiększyła się jedynie w Słowenii, Holandii i Grecji. Zestawienie zmian tej nadwyżki według państw Unii Europejskiej, z podziałem ich źródeł na zmiany wymogu kapitałowego oraz współczynnika adekwatności kapitałowej przedstawia rysunek 5.

z wysokimi wymogami indywidualnymi różnie, a pozostałych jest stabilna, to różnie również średni wymóg dla całego sektora. Jest to pochodną większej wagi tych instytucji w lokalnym sektorze bankowym.

⁸ Poza Luksemburgiem i Danią, gdzie przeciętna waga ryzyka aktywów co prawda wzrosła, ale zmniejszyły się za to same aktywa.

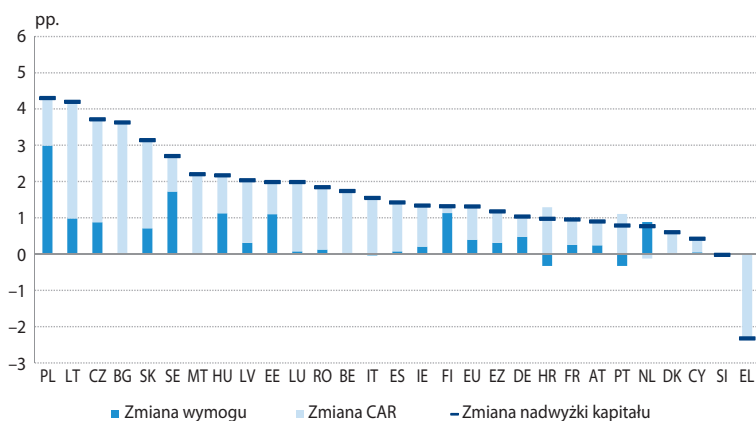
⁹ Na moment przeprowadzenia badania nie były dostępne bardziej aktualne dane bilansowe w bazie danych EBC.

Rysunek 4. Zmiana adekwatności kapitałowej w państwach Unii Europejskiej między 31 grudnia 2019 r. a 30 czerwca 2021 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

Rysunek 5. Zmiana nadwyżki kapitałowej banków w państwach Unii Europejskiej między 31 grudnia 2019 r. a 30 czerwca 2021 r.



Uwaga: Wartości większe od zera oznaczają, że: wymóg kapitałowy obniżył się (czyli *ceteris paribus* nadwyżka wzrosła) lub współczynnik adekwatności kapitałowej wzrósł (czyli *ceteris paribus* nadwyżka kapitałowa wzrosła). Zmiana nadwyżki jest sumą wpływu obu analizowanych składowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych ERRS, EBC i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków.

Analizując rysunki 2, 4 i 5 widzimy, że pomimo spadku miar adekwatności kapitałowej w Holandii, skumulowana redukcja wymogu pozwoliła na zwiększenie nadwyżki kapitałowej. Oznacza to, że w sektorze bankowym działania regulacyjne uwolni-

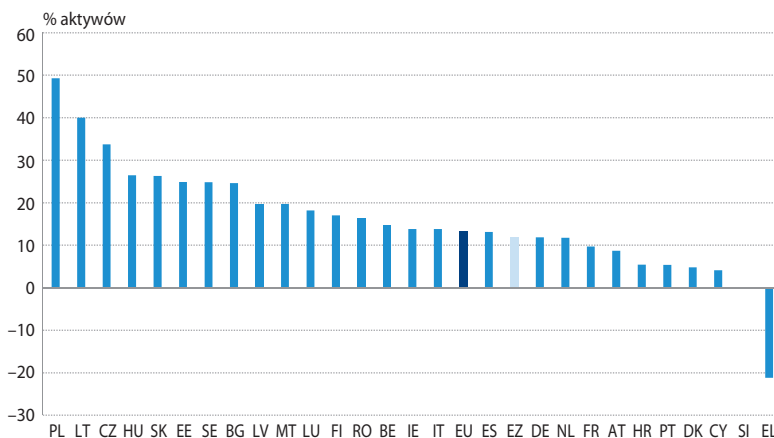
ły dodatkowy kapitał do ekspansji kredytowej lub absorpcji pandemicznych strat. W przypadku Włoch, Portugalii i Chorwacji było odwrotnie. Pomimo wzrostu wymogu poprawa miar adekwatności spowodowała zwiększenie nadwyżki kapitału. Natomiast w Grecji spadek przeciętnego współczynnika adekwatności kapitałowej był na tyle duży, że zmniejszenie wymogu regulacyjnego mogło jedynie ograniczyć jego negatywne skutki. Warto podkreślić, że spadek wymogu w Grecji był niemal niezauważalny, podobnie jak na Słowenii, gdzie również nie zrównoważył spadku miar adekwatności kapitałowej sektora bankowego. Z kolei w Bułgarii wymogi kapitałowe w zasadzie nie uległy zmianie (wobec niektórych instytucji nieznacznie je zacieśniono, w przypadku innych zniesiono obowiązek utrzymywania bufora OSII), ale miara adekwatności kapitałowej wzrosła najbardziej ze wszystkich państw Unii Europejskiej, co przesunęło Bułgarię zaraz za podium w UE pod względem wzrostu nadwyżki kapitałowej w omawianym okresie.

Analiza wyników prowadzi również do innych, ciekawych wniosków. Mimo że Finlandia doświadczyła największego spadku wymogów w strefie euro (a trzeciego największego w całej Unii), nie znajduje się ona nawet w górnej połowie państw z największym wzrostem nadwyżki kapitałowej. Z kolei Szwecja, która w obniżeniu wymogów ustępowała jedynie Polsce, w przypadku bufora nadwyżkowego jest dopiero szósta. Można to interpretować w ten sposób, że bezwzględna miara restrykcyjności polityki makroostrożnościowej w postaci wymogu kapitałowego nie jest odpowiednia do porównań międzynarodowych czy poszczególnych instytucji finansowych. Dużo lepszą miarą okazała się nadwyżka kapitałowa (bufor nadwyżkowy). Jednakże ona także nie jest pozbawiona wad. Sektor bankowy może charakteryzować się większą nadwyżką, chociaż jego potencjał do ekspansji kredytowej będzie znacznie mniejszy. Zależy to głównie od poziomu wymogu w danym państwie oraz od polityki kredytowej banków (m.in. struktury akcji kredytowej i metody pomiaru ryzyka przekładających się bezpośrednio na przeciętną wagę ryzyka aktywów). Na rysunku 6 porównano zmiany potencjału do akcji kredytowej liczonego jako procent aktualnej ekspozycji na ryzyko (czyli w przybliżeniu procent sumy aktywów¹⁰).

Rysunek 6 potwierdza, że wnioski uzyskane z analizy potencjału kapitałowego do ekspansji banku i nadwyżkowych kapitałów banku (czy sektora) są podobne, ale nie muszą być takie same. Przykładowo na Węgrzech polityka makroostrożnościowa była bardziej zliberalizowana w okresie pandemii COVID-19 niż w Bułgarii (ale także Szwecji czy na Malcie), mimo że w tym państwie nadwyżkowy kapitał wzrósł bardziej. Zmieniły się również proporcje między poszczególnymi miarami. Na Litwie w analizowanym okresie nadwyżka kapitałowa wzrosła o 4,2 pp., czyli ponad dwa razy więcej niż w Estonii (2,0 pp.), ale potencjał do ekspansji wzrósł tylko o 60,8% w stosunku do tej ostatniej (odpowiednio 40,0% wobec 24,9% przestrzeni do wzrostu aktywów).

¹⁰ W przybliżeniu, ponieważ niektóre rodzaje ryzyka, np. operacyjne czy rynkowe nie zawsze zależą wprost proporcjonalnie od wielkości sumy bilansowej.

Rysunek 6. Zmiana potencjału kapitałowego* do ekspansji banków w państwach Unii Europejskiej między 31 grudnia 2019 r. a 30 czerwca 2021 r.



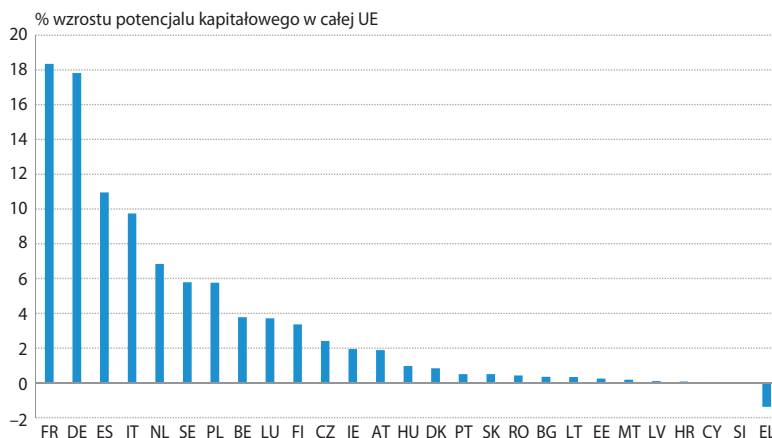
* O ile procent mogą wzrosnąć aktywa przy posiadanej nadwyżce kapitałowej i założeniu utrzymania ich przeciętnej wagi ryzyka.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych ERRS, EBC i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków.

W całej Unii Europejskiej poluzowanie wymogów makroostrożnościowych uwolniło w bankach dodatkową przestrzeń do wzrostu ich aktywów o 4,1%, czyli 1,424 bln EUR, podczas gdy wzrost adekwatności kapitałowej dodał do tego 9,3% aktywów (3,234 bln EUR). Oba wyżej wskazane czynniki wpłynęły na obniżenie restrykcyjności polityki makroostrożnościowej w kwocie ok. 4,659 bln EUR, co zwiększyło potencjał do ekspansji bilansu sektora bankowego Unii. W strefie euro wartości te to odpowiednio: 3,1% (0,992 bln EUR), 8,8% (2,769 bln EUR) i 3,760 bln EUR. Świadczy to o tym, że sektor bankowy państw spoza strefy euro, ma w sumie jedynie 9,2% aktywów bankowych, ale odpowiadał za 19,3% przyrostu potencjału kapitałowego całej Unii. Rysunek 7 pokazuje, że głównie stały za tym Szwecja, Polska, Węgry i Dania (w sumie 15,8% przyrostu).

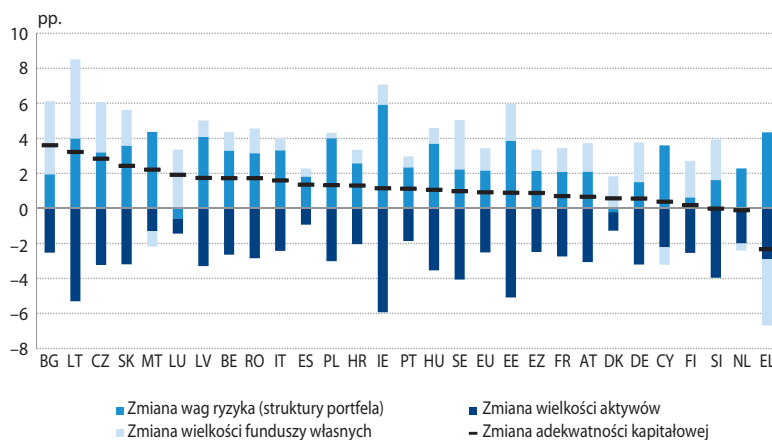
Wzrost potencjału kapitałowego do ekspansji banków może wynikać zarówno z obniżenia wymogu kapitałowego, jak i ze wzrostu poziomu ich adekwatności kapitałowej, czyli relacji funduszy własnych do aktywów ważonych ryzykiem. Spadek wartości aktywów występuje stosunkowo rzadko. Może się więc okazać, że poprawa adekwatności kapitałowej nie wynika ze wzrostu wyposażenia kapitałowego banków, ale z ograniczenia skali działalności, zmiany struktury aktywów lub zastosowania innych metod pomiaru ryzyka. Kwestie te przedstawia rysunek 8, na którym wzięto pod uwagę zmiany współczynnika adekwatności kapitałowej z uwzględnieniem dekompozycji na składowe.

Rysunek 7. Wkład do zmiany potencjału kapitałowego do ekspansji banków w krajach Unii Europejskiej między 31 grudnia 2019 r. a 30 czerwca 2021 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych ERRS, EBC i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków.

Rysunek 8. Zmiany adekwatności kapitałowej banków w państwach Unii Europejskiej z uwzględnieniem składników CAR między 31 grudnia 2019 r. a 30 czerwca 2021 r. (w EUR)*

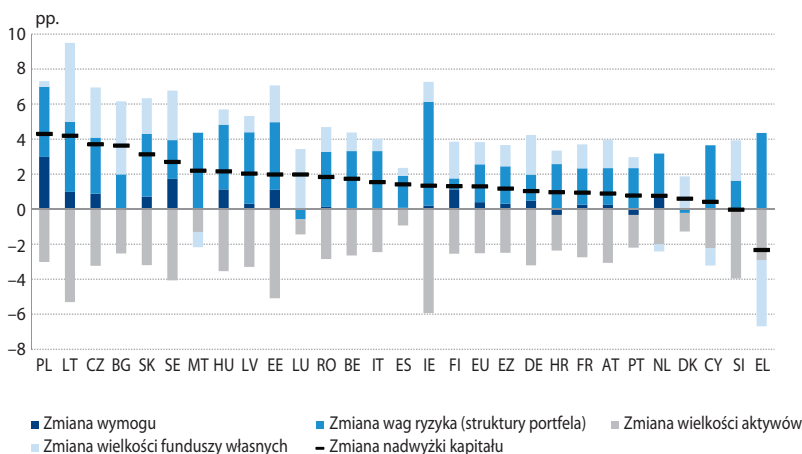


* Wzrost wartości aktywów prowadzi do spadku nadwyżki; wzrost wagi ryzyka aktywów prowadzi do spadku nadwyżki; wzrost wartości funduszy własnych prowadzi do wzrostu nadwyżki kapitałowej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych ERRS, EBC i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków.

Nadwyżka kapitałowa banków jest pochodną zmian ich adekwatności kapitałowej oraz zmian wymogu kapitałowego. Znając determinanty zmiany adekwatności kapitałowej, można rozszerzyć analizę zmiany nadwyżki kapitałowej (por. rysunek 9).

Rysunek 9. Zmiany składowych nadwyżki kapitałowej banków w państwach Unii Europejskiej wyrażonych w euro między 31 grudnia 2019 r. a 30 czerwca 2021 r.*



* Wzrost wymogu prowadzi do spadku nadwyżki; wzrost wartości aktywów prowadzi do spadku nadwyżki; wzrost wagi ryzyka aktywów prowadzi do spadku nadwyżki; wzrost wartości funduszy własnych prowadzi do wzrostu nadwyżki kapitałowej.

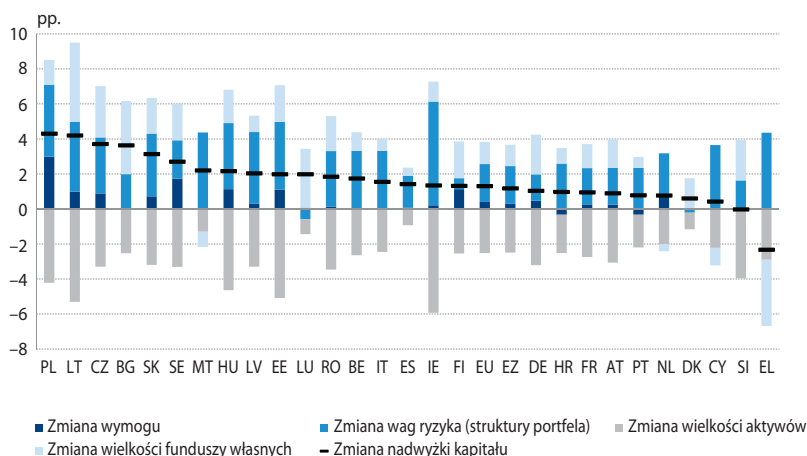
Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych ERRS, EBC i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków.

Rysunki 8 i 9 pokazują wpływ poszczególnych składników po przeliczeniu wartości bilansowych sektorów krajowych na EUR. W zależności od zmian kursów walutowych porównanie wartości bilansowych w EUR obarczone jest ryzykiem, co obrazuje przykład Polski, gdzie fundusze własne co prawda wzrosły w trakcie pandemii, ale równoległa deprecjacja złotego sprawiła, że ich wartość w euro uległa jedynie niewielkiej zmianie. (Porównywalne składowe w ujęciu walut krajowych – por. rys. 10).

Odbudowa kapitału sektorów bankowych w Unii Europejskiej była w dużej mierze wynikiem zmiany struktury aktywów, która spowodowała obniżenie ich przeciętnej wagi ryzyka (z 39,16% do 35,10%) (zob. rys. 10). Równocześnie wzrosły fundusze własne sektora bankowego UE (o 158,3 mld EUR). Spowodowało to podniesienie współczynnika adekwatności kapitałowej z 18,65% na koniec 2019 r. do 19,55% na koniec czerwca 2021 r., pomimo przyrostu aktywów aż o 14,0% (tj. 4,261 bln EUR). Efekt wzrostu funduszy własnych był blisko 3,2 razy silniejszy niż wpływ spadku makroostrożnościowego wymogu kapitałowego o ok. 0,4 pp., uwalniający 48,1 mld EUR funduszy własnych (do 30 czerwca 2021 roku). Pokazuje to, że banki

aktywnie wzmacniały swoją pozycję kapitałową w trakcie pandemii COVID-19. Jedynie w Polsce, Holandii, Grecji, na Malcie oraz Cyprze wpływ poluzowania wymogów był silniejszy niż zmian funduszy własnych. Przy tym na Malcie i Cyprze oraz w Holandii i Grecji doszło do ich spadku. Oznacza to, że z sektorów bankowych, które odnotowały wzrost funduszy własnych, tylko w Polsce jego wpływ na potencjał kapitałowy do ekspansji był mniejszy (i to ponad dwa razy) niż efekt spadku wymogu kapitałowego. Potwierdza to siłę reakcji władz nadzorczych w Polsce, choć wskazuje na słabość banków i ich niewielką zdolność do kryzysowej akumulacji kapitału (*de facto* zatrzymania zysków, ponieważ pojawienie się niepewności na rynkach finansowych istotnie ogranicza możliwości emisji instrumentów dłużnych i kapitałowych)¹¹.

Rysunek 10. Zmiany składowych nadwyżki kapitałowej banków w państwach Unii Europejskiej wyrażonych w walutach krajowych między 31 grudnia 2019 r. a 30 czerwca 2021 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych ERRS, EBC, stooq.pl i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków.

Podsumowanie

Cechą wyróżniającą kryzys pandemii COVID-19 na tle wcześniejszych kryzysów finansowych było tempo jego rozprzestrzeniania się, a także szybkość reakcji władz publicznych i monetarnych. Priorytetem było zapewnienie dostępu do finansowania i utrzymanie płynności podmiotów gospodarczych, a także ich wypłacalności. Władze podjęły działania mające na celu zachowanie zdolności wytwórczych

¹¹ Na strukturalne (regulacyjno-podatkowe) przesłanki ograniczonej zdolności do powiększania funduszy własnych przez polskie banki wskazują Kochaniak, Mikołajczyk i Ulrichs w: Kochaniak (red.) (2020).

przedsiębiorstw w okresie, w którym trwały obostrzenia przeciwpandemiczne. Odpowiednie działania dotyczyły także sektora bankowego, który jako pierwszy zostałby dotknięty falą ewentualnych bankructw swoich klientów. Aby zapewnić jego sprawne działania w trakcie oraz po pandemii władze monetarne i nadzorcze zdecydowały się na dokonanie bezprecedensowej akcji luzowania polityki pieniężnej i makroostrożnościowej.

Przeprowadzone badanie wykazało, że ponad rok po wybuchu pandemii¹² większość krajowych polityk makroostrożnościowych w państwach Unii Europejskiej pozostawała mniej restrykcyjna niż przed jej wybuchem. Ponadto wskazano, że większe zmiany wymogów wprowadzono w państwach, w których przed kryzysem władze nadzorcze stosowały bardziej restrykcyjną politykę makroostrożnościową. Posługując się skrajnym przykładem Portugalii wskazano, że nawet w obliczu redukcji wymogów polityka makroostrożnościowa może okazać się bardziej restrykcyjna, a to za sprawą wzrostu udziału w sektorze banków objętych wyższymi wymogami.

W niniejszym artykule pokazano, że dla spadku restrykcyjności polityki makroostrożnościowej w państwach Unii Europejskiej 2,3 razy większe znaczenie, niż poluzowanie wymogów, miało zwiększenie współczynnika adekwatności kapitałowej, w tym wzrost funduszy własnych (m.in. w wyniku zatrzymania zysków)¹³. W rezultacie, pomimo wzrostu aktywów, udało się uzyskać dodatkowy potencjał do ekspansji kredytowej. Ten wniosek ogólny nie oznacza jednak, że nie występowały przypadki szczególne. Przykładowo, w Polsce poluzowanie regulacji przybrało największy rozmiar w UE, a przyrost funduszy własnych był (relatywnie) najmniejszy (za Polską usytuowały się jedynie te państwa, gdzie w badanym okresie fundusze własne się skurczyły).

Analiza zmiany potencjału do ekspansji kredytowej, a w szczególności uporządkowanie sektorów bankowych w Unii Europejskiej według skali jego wzrostu, dała nieco inne rezultaty niż (prosta) analiza zmian nadwyżek kapitałowych. Różnice wynikały z faktu, że niektóre sektory charakteryzują się wyraźnie niższą przeciętną wagą ryzyka aktywów, co było spowodowane albo ich odmienną strukturą, albo wykorzystaniem zaawansowanych metod ich pomiaru.

Przeprowadzone badanie nie jest wolne od wad czy uproszczeń. Ograniczenie analizy zakresu zmian instrumentów nadzorczo-regulacyjnych do makroostrożnościowych wymogów kapitałowych spowodowało, że nie objęła ona chociażby tzw. wymogów drugofilarowych. Dodatkowo, tylko pośrednio (w postaci zmian poziomu wag ryzyka aktywów) ujęto podejmowane w tym zakresie działania nadzorcze, nie rozróżniając wpływu na te wagi m.in. wprowadzenia CRR Quick Fix od suweren-

¹² Dokładnie rok 3 miesiące i 14 dni od podjęcia działań przez pierwszego nadzorcę w strefie euro – Bank Finlandii.

¹³ Wyjątkiem były Holandia, Finlandia, Polska, Szwecja, Estonia i Węgry (kolejność nieprzypadkowa), gdzie poluzowanie wymogów, w obliczu spadku miar adekwatności kapitałowej, stanowiło główne źródło wzrostu nadwyżki kapitałowej i potencjału do ekspansji działalności.

nych decyzji banków o zmianie stanu posiadania skarbowych papierów wartościowych. Badanie nie uwzględnia również innych działań nadzorczych, na przykład skłaniania banków do zatrzymania zysku wypracowanego w 2019 roku. Analiza nie odpowiada także na pytanie, czy wzrost potencjału do zwiększenia bilansu (w tym ekspansji kredytowej) przełożył się na rzeczywisty wzrost akcji kredytowej.

Bibliografia

Aiyar S., Calomiris C.W., Wielądek T., *Does Macro-Prudential Regulation Leak? Evidence from a UK Policy Experiment*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2014, 46(1).

Akinci O., Olmstead-Rumsey J., *How effective are macroprudential policies? An empirical investigation*, „Journal of Financial Intermediation” 2018, 33.

Altavilla C., Boucinha M., Holton S., Ongena S., *Credit supply and demand in unconventional times*, ECB Working Paper 2018, No. 2202.

Arregui N., Benes J., Krznar I., Mitra S., Santos A., *Evaluating the Net Benefits of Macroprudential Policy: A Cookbook*, IMF Working Paper 2013, No. WP/13/167.

Avezum L., Oliveira V., Serra D., *Assessment of the effectiveness of the macroprudential measures implemented in the context of the Covid-19 pandemic*, SUERF Policy Brief 2021, No. 165, sierpień.

Bernanke B.S., Lown C.S., *The Credit Crunch*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1991, 22(2).

Berrospide J.M., Edge R.M., *The Effects of Bank Capital on Lending: What Do We Know, and What Does It Mean?*, „International Journal of Central Banking” 2010, December.

Blundell-Wignall A., Atkinson P., *Thinking Beyond Basel III: Necessary Solutions for Capital and Liquidity*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2010, (1).

Borio C., Gambacorta L., *Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: Diminishing effectiveness?*, „Journal of Macroeconomics” 2017, 54(B).

Brunnermeier M., Koby Y., *The Reversal Interest Rate*, NBER Working Paper 2018, No. 25406, grudzień.

Bruno V., Shim I., Shin H.S., *Comparative assessment of macroprudential policies*, „Journal of Financial Stability” 2017, 28.

Budnik K., Dimitrov I., Groß J., Jancoková M., Lampe M., Sorvillo B., Stular A., Volk M., *Policies in support of lending following the coronavirus (COVID-19) pandemic*, ECB Occasional Paper 2021, No. 257, maj.

Carreras O., Davis E.P., Piggott R., *Assessing macroprudential tools in OECD countries within a cointegration framework*, „Journal of Financial Stability” 2018, 37.

Casanova C., Hardy B., Onen M., *Covid-19 policy measures to support bank lending*, „BIS Quarterly Review” 2021, wrzesień.

Catalán M., Hoffmaister A.W., Harun C.A., *Bank Capital and Lending: An Extended Framework and Evidence of Nonlinearity*, IMF Working Paper 2017, No. WP/17/252.

Cerutti E., Claessens S., Laeven L., *The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence*, „Journal of Financial Stability” 2017, 28.

Cizel J., Froost J., Houben A., Wierst P., *Effective Macroprudential Policy: Cross-Sector Substitution from Price and Quantity Measures*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2019, 51(5).

Claessens S., Ghosh S.R., Mihet R., *Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities*, „Journal of International Money and Finance” 2013, 39.

Crowe C., Dell’Ariccia G., Igan D., Rabanal P., *How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences*, „Journal of Financial Stability” 2013, 9(3).

Czaplicki M., *Measuring the restrictiveness of (macro)prudential policy. The case of bank capital regulation in Poland*, „Journal of Banking Regulation” 2021 (w publikacji).

De Jonghe O., Dewachter H., Ongena S., *Bank capital (requirements) and credit supply: Evidence from pillar 2 decisions*, „Journal of Corporate Finance” 2020, 60.

Dicanio A., Montesi G., *Banks in Time of Covid-19: Loss Absorption Capacity, Lending and Market Valuation*, *Bancaria* 2021, 2, luty.

Dobrzańska A., *Polityka makroostrożnościowa w czasie pandemii*, „Bezpieczny Bank” 2020, 4(81).

Dumičić M., *Effectiveness of macroprudential policies in Central and Eastern European countries*, „Public Sector Economics” 2018, 42(1).

Europejski Bank Centralny (2020), ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html> (dostęp: 30.09.2021).

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (2015) Report – 2015 EU-wide transparency exercise, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1280458/106bdfd6-8c0f-4251-ba57-7cd0d97d8174/2015%20EU-wide%20Transparency%20Exercise%20Report%20FINAL.pdf> (dostęp: 30.09.2021).

Fendoğlu S., *Credit cycles and capital flows: Effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies*, „Journal of Banking & Finance” 2017, 79, s. 110–128.

Fonseca A.R., González F., Pereira da Silva L., *Cyclical effects of Bank Capital Buffers with Imperfect Credit Markets: international evidence*, Banco Central do Brasil Working Paper 2010, No. 216.

Gambacorta L., Shin H.S., *Why bank capital matters for monetary policy*, „Journal of Financial Intermediation” 2018, 35(B).

Geršl A., Jašová M., *Measures to tame credit growth: Are they effective?*, „Economic Systems” 2014, 38(1).

Hancock D., Wilcox J.A., *Has There Been a „Capital Crunch” in Banking? The Effects on Bank Lending of Real Estate Market Conditions and Bank Capital Shortfalls*, „Journal of Housing Economics” 1993, 3(1).

Hardy B., *Covid-19 bank dividend payout restrictions: effects and trade-offs*, „BIS Bulletin” 2021, nr 38, 10 marca.

Heid F., Porath D., Stolz S., *Does capital regulation matter for bank behaviour?*, Evidence for German savings banks, 2003, artykuł niepublikowany.

Imbierowicz B., Löffler A., Vogel U., *The transmission of bank capital requirements and monetary policy to bank lending in Germany*, „Review of International Economics” 2021, 29(1).

Jiménez G., Ongena S., Peydró J.-L., Saurina J., *Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers, and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments*, „Journal of Political Economy” 2017, 125(6).

Kapuściński M., *The Role of Bank Balance Sheets in Monetary Policy Transmission: Evidence from Poland*, „Eastern European Economics” 2017, 55(1).

Kochaniak K. (red.), *Sektor bankowy w Polsce w warunkach zwiększonych obciążeń podatkowo-składkowych i wymogów kapitałowych lat 2015–2019*, Poltext, Warszawa 2020.

Kuttner K.N., Shim I., *Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies*, „Journal of Financial Stability” 2016, 26.

Lee J. K., *The Operation of Macroprudential Policy Measures: The Case of Korea in the 2000s*, BOK Working Paper 2013, No. 2013-1.

Lee M., Asuncion R.C., Kim J., *Effectiveness of Macroprudential Policies in Developing Asia: An Empirical Analysis*, „Emerging Markets Finance and Trade” 2016, 52(4).

Lim C., Columba F., Costa A., Kongsamut P., Otani A., Saiyid M., Wezel T., Wu X., *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use them? Lessons From Country Experiences*, IMF Working Paper 2011, No. WP/11/238.

Ostry J.D., Ghosh A.R., Chamon M., Qureshi M.S., *Tools for managing financial-stability risks from capital inflows*, „Journal of International Economics” 2012, 88(2).

Rada Stabilności Finansowej (2021), *Lessons Learnt from the COVID-19 Pandemic from a Financial Stability Perspective*, FSB Interim Report, 13 lipca.

Radek A., *An Overview of Micro- and Macroprudential Policy Tools in the EU in the Times of the COVID-19 Pandemic Economic Shock*, Studia Europejskie / Centrum Europejskie Uniwersytetu Warszawskiego 2021, nr 2.

Richter B., Schularick M., Shim I., *The costs of macroprudential policy*, „Journal of International Economics” 2019, 118.

Riksbank, *Financial Stability Report 2020*, 11 listopada.

Tillmann P., *Estimating the effects of macroprudential policy shocks: A Qual VAR approach*, Economics Letter 2015, s 135.

Tovar C.E., Garcia-Escribano M., Vera Martin M., *Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macroprudential Instruments in Latin America*, IMF Working Paper 2012, No. WP/12/142.

Vandenbussche J., Vogel U., Detragiache E., *Macroprudential Policies and Housing Prices: A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2015, 47(1).

Zhang Y., Tressel T., *Effectiveness and channels of macroprudential policies: lessons from the Euro area*, „Journal of Financial Regulation and Compliance” 2017, 25(3).

Zhang L., Zoli E., *Leaning against the wind: Macroprudential policy in Asia*, „Journal of Asian Economics” 2016, 42.

Załącznik

Tabela Z1. Lista analizowanych banków

| Austria |
|--|
| BAWAG P.S.K. Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse Aktiengesellschaft |
| Deniz Bank AG |
| Erste Group Bank AG |
| HYPO NOE Landesbank für Niederösterreich und Wien AG |
| Hypo Tirol Bank AG |
| Hypo Vorarlberg Bank AG |
| Oberösterreichische Landesbank AG |
| Raiffeisen Bank International AG |
| RAIFFEISEN-HOLDING NIEDERÖSTERREICH-WIEN registrierte Genossenschaft mit beschränkter Haftung |
| Raiffeisenlandesbank Niederösterreich-Wien |
| Raiffeisenlandesbank Oberösterreich AG |
| Sberbank Europe AG |
| UniCredit Bank Austria AG |
| Volksbanken Wien AG |
| Belgia |
| Argenta Spaarbank N.V. |
| AXA Bank Belgium S.A. |
| Belfius Banque S.A. |
| BNP Paribas Fortis S.A. |
| Euroclear Bank |
| ING Belgium S.A. |

Tabela Z1 - cd.

| |
|--|
| KBC Group NV |
| The Bank of New York Mellon S.A. |
| Bulgaria |
| Bulgarian Development Bank |
| Central Cooperative Bank AD |
| DSK Bank EAD |
| Eurobank Bulgaria AD |
| First Investment Bank AD |
| Raiffeisenbank (Bulgaria) EAD |
| UniCredit Bulbank AD |
| United Bulgarian Bank AD |
| Chorwacja |
| Addiko Bank d.d., Zagreb |
| Erste&Steiermärkische Bank d.d., Rijeka |
| Hrvatska poštanska banka d.d., Zagreb |
| OTP banka Hrvatska d.d., Zagreb |
| Privredna banka Zagreb d.d., Zagreb |
| Raiffeisenbank Austria d.d., Zagreb |
| Zagrebačka banka d.d., Zagreb |
| Cypr |
| Alpha Bank Cyprus Ltd |
| Astrobank Ltd |
| Bank of Cyprus Public Company Ltd |
| Eurobank Cyprus Ltd |
| Hellenic Bank Public Company Ltd |
| RCB Bank Ltd |
| Czechy |
| Česká spořitelna, a.s. |
| Československá obchodní banka, a.s. |
| Jakobovič & Tkáč (consolidating liable entity J&T Banka, a.s.) |
| Komerční banka, a.s. |

Tabela Z1 - cd.

| |
|--|
| PPF FH B. V. (consolidating liable entity PPF Banka, a.s.) |
| Raiffeisenbank, a.s. |
| UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. |
| Dania |
| Danske Realkreditselskab A/S |
| DLR Kredit A/S |
| Jyske Bank A/S |
| Nordea Kredit Realkreditaktieselskab A/S |
| Nykredit Realkredit A/S |
| Spar Nord Bank A/S |
| Sydbank A/S |
| Estonia |
| AS LHV Pank |
| AS SEB Pank |
| Luminor Bank AS |
| Swedbank AS |
| Finlandia |
| Municipality Finance Plc |
| Nordea Group |
| OP Group |
| Francja |
| BNP Paribas |
| Groupe BPCE |
| Groupe Crédit Agricole |
| Groupe Crédit Mutuel |
| La Banque Postale |
| Société Générale |
| Niemcy |
| Bayerische Landesbank |
| COMMERZBANK AG |
| DekaBank Deutsche Girozentrale |

Tabela Z1 - cd.

| |
|--|
| Deutsche Bank AG |
| DZ BANK AG |
| ING-DiBa AG |
| J.P. Morgan AG |
| Landesbank Baden-Württemberg |
| Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale |
| Landwirtschaftliche Rentenbank |
| Norddeutsche Landesbank-Girozentrale |
| NRW.Bank |
| UniCredit Bank AG |
| Volkswagen Bank GmbH |
| Grecja |
| Alpha Bank S.A. |
| Eurobank Ergasias S.A. |
| National Bank of Greece S.A. |
| Piraeus Bank S.A. |
| Węgry |
| CIB Bank Zrt |
| Erste Bank Hungary Zrt |
| Kereskedelmi és Hitelbank Zrt. |
| Magyar Takarékszövetkezeti Bank Zrt |
| MKB Bank |
| OTP Bank Nyrt. |
| Raiffeisen Bank Zrt |
| UniCredit Bank Hungary Zrt |
| Irlandia |
| Allied Irish Bank Group PLC |
| Bank of America |
| Bank of Ireland Group PLC |
| Barclays Bank Ireland PLC |
| Citibank Holdings Ireland Ltd |

Tabela Z1 - cd.

| |
|---|
| DePfa Bank plc |
| Ulster Bank Ireland DAC |
| UniCredit Bank Ireland plc |
| Włochy |
| Banco BPM |
| Intesa Sanpaolo S.p.A. |
| Monte dei Paschi di Siena |
| UniCredit S.p.A. |
| Łotwa |
| AS Citadele banka |
| AS Rietumu Banka |
| AS SEB banka |
| Swedbank AS |
| Litwa |
| AB SEB bankas |
| AB Šiaulių bankas |
| Swedbank AB |
| Luksemburg |
| Banque et Caisse d'Épargne de l'État Luxembourg |
| Banque Internationale à Luxembourg S.A. |
| BGL BNP Paribas S.A. |
| Clearstream Banking S.A. |
| Deutsche Bank Luxembourg S.A. |
| J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. |
| RBC Investor Services Bank S.A. |
| Société Générale Luxembourg |
| Malta |
| APS Bank plc |
| Bank of Valletta plc |
| HSBC Bank Malta plc |
| MDB Group Ltd |

Tabela Z1 – cd.

| Holandia |
|---|
| ABN AMRO Bank N.V. |
| Bank Nederlandse Gemeenten |
| Coöperatieve Rabobank U.A. |
| De Volksbank N.V. |
| ING Bank N.V. |
| Polska |
| Alior Bank S.A. |
| Bank Handlowy w Warszawie S.A. |
| Bank Millennium S.A. |
| Bank Polska Kasa Opieki S.A. |
| Bank Polskiej Spółdzielczości S.A. |
| BNP Paribas Bank Polska S.A. |
| Deutsche Bank Polska S.A. |
| ING Bank Śląski S.A. |
| mBank S.A. |
| Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. |
| Santander Bank Polska S.A. |
| SGB-Bank S.A. |
| Portugalia |
| Banco BPI |
| Banco Comercial Português |
| Caixa Economica Montepio Geral |
| Caixa Geral de Depósitos |
| LSF Nani Investments S.à.r.l. |
| Novo Banco |
| Santander Totta SGPS |
| Rumunia |
| Alpha Bank Romania S.A. |
| Banca de Export-Import a României Eximbank S.A. |
| Banca Comercială Intesa SanPaolo Romania S.A. |

Tabela Z1 - cd.

| |
|--|
| Banca Comercială Română S.A. |
| Banca Cooperatista Creditcoop |
| Banca Română de Credite și Investiții S.A. |
| Banca Românească S.A. |
| Banca Transilvania S.A. |
| BRD - Groupe Societe Generale S.A. |
| CEC Bank S.A. |
| Credit Agricole Bank Romania S.A. |
| Credit Europe Bank S.A. |
| First Bank S.A. |
| Garanti Bank S.A. |
| Idea Bank S.A. |
| Libra Internet Bank S.A. |
| OTP Bank Romania S.A. |
| Patria Bank S.A. |
| Porsche Bank S.A. |
| ProCredit Bank S.A. |
| Raiffeisen Bank S.A. |
| Techventures Bank S.A. |
| UniCredit Bank S.A. |
| Vista Bank Romania S.A. |
| Słowacja |
| Československá obchodná banka, a.s. |
| Poštová banka, a.s. |
| Slovenská sporiteľňa, a.s. |
| Tatra banka, a.s. |
| Všeobecná úverová banka, a.s. |
| Słowenia |
| Abanka d.d. |
| Intesa Sanpaolo |
| Nova Kreditna Banka Maribor d.d. |

Tabela Z1 - cd.

| |
|---|
| Nova Ljubljanska Banka d.d. |
| SID - Slovenska izvozna in razvojna banka d.d. |
| SKB Banka d.d. |
| UniCredit Banka Slovenija d.d. |
| Hiszpania |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. |
| Banco de Sabadell, S.A. |
| Banco Santander, S.A. |
| BFA Tenedora de Acciones S.A.U. (holding of Bankia, S.A.) |
| CaixaBank, S.A. |
| Szwecja |
| Nordea Hypotek AB |
| Skandinaviska Enskilda Banken AB (SEB) |
| Svenska Handelsbanken AB |
| Swedbank AB |

Źródło: opracowanie własne.

Michał Boda*

ORCID: 0000-0001-8959-632X

bodam@uek.krakow.pl

Wpływ pandemii COVID-19 na działalność banków komercyjnych w Polsce

Streszczenie

Analizie poddano wpływ pandemii COVID-19 na rentowność, wyniki finansowe i stabilność banków komercyjnych. Przeprowadzono szeroki przegląd publikacji krajowych i zagranicznych na ten temat, a w odniesieniu do banków komercyjnych w Polsce zanalizowano miesięczne dane sprawozdawcze od marca 2020 r. do lipca 2021 r. z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów (ang. OLS). Wybór metody OLS, podyktowany był charakterem danych oraz wynikami testów statystycznych. Wyniki wskazały, że rentowność analizowana wskaźnikami ROA i ROE pozostawała w badanym okresie w negatywnej zależności od liczby zachorowań, podczas gdy wynik z tytułu odsetek był w negatywnej zależności zarówno wobec liczby zachorowań oraz zgonów z powodu COVID-19. Nie odnotowano także negatywnego wpływu pandemii na wynik z tytułu prowizji oraz wynik z działalności operacyjnej. W zakresie stabilności badanej wskaźnikami NPL, Z-score i MPLS nie odnotowano negatywnego wpływu epidemii COVID-19.

Słowa kluczowe: bank, rentowność, stabilność, pandemia, COVID-19

JEL: G21, I15, O16

The Impact of the COVID-19 pandemic on Polish commercial banks'

Abstract

The impact of the COVID-19 pandemic on profitability, financial results and stability of commercial banks was analyzed. An extensive review of domestic and foreign publications on this subject was carried out; and with regard to commercial banks in Poland, monthly reporting data (from March 2020 to July 2021) was analysed using the least squares method (*ordinary least squares*, OLS). The OLS method choice was dictated by the nature of data and the results of statistical tests. The results showed that the profitability analyzed with ROA and ROE indicators was, in the analyzed period, negatively related to the number of cases, while

* Michał Boda – dr, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

the net interest income was negatively related to both the number of cases and deaths due to COVID-19. There was also no negative impact of the pandemic on the commission income and operating result noted. No negative impact of the COVID-19 epidemic was recorded in terms of the stability measured with the NPL, Z-score and MPLS indicators.

Key words: bank, profitability, stability, pandemic, COVID-19

Wstęp

Po około 11 latach od globalnego kryzysu finansowego (GKF) z końca pierwszej dekady XXI w., w gospodarce wylądował kolejny czarny łabędź, tym razem w postaci wirusa SARS-CoV-2, nazywanego również COVID-19 (Yang i in. 2020, s. 1). Gwałtowne tempo rozprzestrzeniania się COVID-19 spowodowało, że kryzys zdrowotny przekształcił się szybko w kryzys społeczny, finansowy i gospodarczy. Bank Światowy (2021) szacuje, że w 2020 r. globalny produkt krajowy brutto zmalał o około 4,3%, co było największym spadkiem od zakończenia II wojny światowej. W działaniach interwencyjnych przyjęto, że sektor bankowy miał stanowić bufor ochronny dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, zapewniając odpowiednie finansowanie. Ponadto obok ekspansywnej polityki fiskalnej, przyjęto, że sektor bankowy pozostanie stabilny i będzie aktywnie wspierać wyjście gospodarek z pandemicznego kryzysu.

Wstępne analizy wskazują, że ten endogeniczny szok banki przeszły w miarę łagodnie, m.in. w wyniku podjętych działań ze strony banków centralnych wspierających ich płynność oraz poniekąd dzięki wzmocnieniu pozycji kapitałowej sektora bankowego po globalnym kryzysie finansowym. Jak wskazuje Kulińska-Sadłocha, Marcinkowska i Szambelańczyk (2020, s. 54–55) warto także uwzględnić wysoki poziom zaawansowania bankowości elektronicznej i mobilnej, co na tle innych sektorów niewątpliwie było czynnikiem ułatwiającym korzystanie z usług banków w okresie lockdownu oraz restrykcji w sposób nieprzerwany.

Celem niniejszego opracowania jest ocena wpływu pandemii COVID-19 na polskie banki komercyjne w okresie od marca 2020 r., tj. pierwszego wykrycia przypadku wirusa w Polsce, do lipca 2021 r. Oparcie badania na danych sprawozdawczych banków komercyjnych wynikało z tego, że ich aktywa stanowiły około 90% aktywów całego sektora bankowego. Głównemu celowi opracowania towarzyszyły następujące hipotezy:

- H1: pandemia COVID-19 negatywnie wpłynęła na rentowość i wyniki finansowe banków komercyjnych w Polsce;
- H2: pandemia COVID-19 negatywnie wpłynęła na stabilność banków komercyjnych w Polsce.

W pierwszej części opracowania dokonano przeglądu literatury w zakresie omawianych zagadnień, następnie zaś zgromadzone dane poddano obliczeniom z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów oraz przedstawiono wyniki obliczeń.

W ostatniej części zaprezentowano wnioski i rekomendacje dla dalszych badań. W opracowaniu wykorzystano dane publikowane przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF), Główny Urząd Statystyczny (GUS), Światową Organizację Zdrowia (WHO) oraz Narodowy Bank Polski (NBP).

1. Przegląd literatury przedmiotu w zakresie wpływu pandemii COVID-19

Analizę skutków pandemii COVID-19 dla polskiego sektora bankowego przeprowadzili m.in. Kulińska-Sadłocha i in. (2020, s. 54–55) charakteryzując podjęte działania interwencyjne w celu utrzymania ciągłości funkcji banków, a ponadto porównano sytuację finansową banków w Polsce w dwóch okresach, tj. przed wybuchem pandemii COVID-19 oraz po podjęciu działań pomocowych. Jak wskazują autorzy, w wyniku podjętych działań odnotowano w bankach m.in. wzrost pozostałych kosztów operacyjnych, wskaźnika płynności LCR oraz NPL przy spadku wskaźnika ROA, ROE oraz aktywów w kategorii instrumenty dłużne. Stwierdzono także zaostrzenie kryteriów polityki kredytowej, w szczególności wobec nowych klientów oraz klientów, którzy byli narażeni na problemy finansowe w związku z konsekwencjami pandemii. W postulatach sugerowano, aby wykorzystać bodźce fiskalne dla ograniczenia restrykcyjności polityki kredytowej banków.

Hryckiewicz i Olszak (2021, s. 180) stwierdziły, że pandemia COVID-19 miała niepożądany wpływ na akcję kredytową banków. Największe spadki finansowania dotyczyły przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Wskazano, że sprzedaż kredytów operacyjnych dla dużych oraz małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) spadła od początku pandemii odpowiednio o około 13,5% oraz 13,1%. W grupie gospodarstw domowych najbardziej zmalała sprzedaż kredytów konsumpcyjnych – o około 3,3%. Autorki oceniły, że spadek akcji kredytowej podczas pierwszych miesięcy pandemii COVID-19 był większy niż w przypadku GKF.

Solarz i Waliszewski (2020, s. 95–98) analizowali skutki pandemii COVID-19 przez pryzmat ryzyka systemowego, twierdząc, że wywołana nią recesja gospodarcza oraz narastające problemy społeczne generują ryzyko systemowe m.in. ze względu na mechanizm rozprzestrzeniania się, zakres i skalę oddziaływania oraz trudności z opanowaniem zagrożeń. Sugerowali, że przezwyciężenie pandemii COVID-19 wymaga skoordynowanych działań nie tylko w ujęciu epidemiologicznym, ale także na płaszczyźnie finansowej, gospodarczej i społecznej. Zaznaczyli, że bardzo ważną rolę w zarządzaniu ryzykiem systemowym w czasie epidemii COVID-19 odgrywają samorządy lokalne.

W ujęciu wykraczającym poza Polskę badania nad stabilnością banków w trakcie pandemii COVID-19 prowadzili m.in. Elnahass, Trinh oraz Li (2021, s. 1–3, 21–22). W swojej próbie badawczej wykorzystali dane kwartalne z lat 2019–2020 z 1090 banków funkcjonujących w 116 krajach. Otrzymane wyniki wskazały, że pandemia COVID-19 miała negatywny wpływ m.in. na wskaźnik ROA, ROE, ceny rynkowej do wartości księgowej (P/BV), a także na Z-score oraz NPL. Autorzy doko-

nali ponadto dekompozycji danych zagregowanych według kryterium kontynentu, poziomu rozwoju gospodarczego (kraje rozwinięte i rozwijające się), wielkości banku (małe i duże) lub religię (banki konwencjonalne i islamskie) i stwierdzili podobne prawidłowości w wyróżnionych subgroupach.

Korzeba, Niedziółki i Silva (2021, s. 227–228, 240) ocenili wpływ pandemii COVID-19 na sytuację finansową 19 portugalskich banków. Otrzymane wyniki wskazały, że poszczególne banki w różnym stopniu zareagowały na szok pandemiczny. Według wartości aktywów, żaden z czterech największych portugalskich banków nie należał do grupy instytucji najbardziej odpornych na kryzys pandemiczny, co może być przesłanką wzrostu ryzyka systemowego w sytuacji przedłużającej się pandemii.

Baret, Celner, O'Reilly i Shilling (2020, s. 6) stwierdzili, że wzrost wartości aktywów ważonych ryzykiem może wynikać z dużych wahań w gospodarce oraz wzrostu ryzyka kontrahenta. W ich opinii dalszy spadek PKB doprowadzi do spadku sprzedaży kredytów, co w połączeniu z niskimi stopami procentowymi najpewniej wpłynie na zmniejszenie marży odsetkowej banków, a wszystko to, pomimo interwencji wspierających płynność, może zwiększyć liczbę banków niezaliczających stres testów.

Acharya, Engle i Steffen (2021, s. 1, 40–41) badali zależność pomiędzy wartością linii kredytowych a wartością akcji amerykańskich banków w okresie pandemii COVID-19. Wyniki pokazały, że spadek cen akcji występował przede wszystkim w tych bankach, które miały otwarte linie kredytowe. Ponadto, pomimo podjętych działań pomocowych, banki te znacząco ograniczyły akcję kredytową. Podobne badania w zakresie m.in. linii kredytowych przeprowadzili Acharya i Steffen (2020). W przypadku pełnego wykorzystania linii kredytowych przez przedsiębiorstwa stwierdzono, że relacja kapitału Tier I do aktywów ważonych ryzykiem może spaść do poziomu około 10%–11%, a w przypadku niektórych banków nawet poniżej 8%.

Rizwan, Ahmad i Ashraf (2020, s. 1–2, 6–7) analizowali sektory bankowe Chin, Francji, Hiszpanii, Niemiec, Kanady, Włoch, Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii pod kątem ryzyka systemowego. Od grudnia 2019 r. do kwietnia 2020 r. ryzyko systemowe w sektorze bankowym w badanych sektorach było na poziomie wyższym niż podczas GKF z lat 2007–2009, choć działania interwencyjne podjęte pod koniec I kwartału 2020 r. ograniczyły wzrost tego ryzyka.

W monografii Carletti, Claessens, Fatás i Vivesa (2020, s. 19) wykazano, że pandemia COVID-19 przyspieszyła tendencje w zakresie zaawansowania cyfryzacji usług bankowych, zwiększając przy tym ich konkurencyjność. Przy czym w szczególności trudnej sytuacji znalazły się małe i średnie banki, które mają problemy z finansowaniem kosztownych inwestycji technologicznych.

Aldasoro, Fender, Hardy i Tarashev (2020, s. 1, 6) na podstawie cen akcji banków, spreadów swapów ryzyka kredytowego (CDS) oraz kosztów finansowania stwierdzili, że załamanie covidowe było równoznaczne z tym, jakie wystąpiło po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers w drugiej połowie 2008 r. Zauważyli, że w momencie wubuchu pandemii COVID-19 ceny akcji banków spadły w większym stopniu niż przedsiębiorstw z innych sektorów. Z kolei rynek CDS pozostawał w sil-

nej zależności z poziomem ROA banków sprzed pandemii i sposobem ich finansowania. Niskie spready CDS występowały w przypadku banków, które osiągały wyższą rentowność przed pandemią, oraz banków, które opierały się na długoterminowym finansowaniu. Ponadto stwierdzono, że w największym stopniu skorzystały z różnego rodzaju działań pomocowych banki o „zdrowych” bilansach.

Ari, Chen i Ratnovski (2020, s. 1, 6–7) przestrzegają, że skuteczne i efektywne zarządzanie kredytami o niskiej jakości (NPL) może być znaczącym wyzwaniem w przypadku przedłużającej się pandemii i spowolnienia gospodarczego.

Z kolei Dooseman, Marchat i Guillard (2020) twierdzą, że pandemia COVID-19 może spowodować konieczność dostosowania modeli szacowania ryzyka kredytowego i jego paramentów (np. prawdopodobieństwa niewykonania zobowiązania lub straty z tytułu niewykonania zobowiązania) do nowych warunków gospodarczych. W zakresie ryzyka operacyjnego autorzy zwrócili uwagę, że pandemia COVID-19, która przyspieszyła transformację cyfrową, zwiększyła również „cyber” ryzyko. W odniesieniu do ryzyka płynności Dooseman i in. (2020) zaznaczyli, że zapewnienie bankom odpowiedniej płynności będzie kluczowym elementem ich ciągłości działania i funkcjonowania w obecnym kryzysie pandemicznym.

W badaniach Hardy i Takáts (2020, s. 89–90, 98) na podstawie danych agregatowych stwierdzono, że banki stanowiły pierwszą linię obrony na początkowym etapie pandemii, gdyż nie odnotowano znaczącego spadku finansowania m.in. dla podmiotów z sektora niefinansowego. Choć nie odrzucili scenariusza, w którym kolejne fale zachorowań mogą prowadzić do lockdownów i w konsekwencji spowolnienia procesów gospodarczych, zwłaszcza w przypadku ograniczania akcji kredytowej.

Oprócz scharakteryzowanych badań wiele publikacji dotyczy sytuacji na giełdzie papierów wartościowych. Przykładowo Bernardelli, Korzeb, Niedziółka (2021, s. 335–336) na podstawie notowań 12 polskich banków z Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych w okresie od stycznia do czerwca 2020 r. przeanalizowali decyzje inwestorów. W początkowej fazie kryzysu pandemicznego najgorzej przez inwestorów były postrzegane akcje banków z niskim kapitałem regulacyjnym, charakteryzujące się średnim poziomem płynności, a także banki średnie ze względu na wartość aktywów, w których portfelach kredytowych dominowały kredyty korporacyjne. Sytuacja uległa względnej normalizacji dopiero po podjęciu przez rząd działań antycovidowych. Do podobnych wniosków doszli Demirguc-Kunta, Pedraza i Ruiz-Ortega (2020, s. 27–29), którzy dokonali analizy cen akcji banków z 53 krajów. Stwierdzili, że wybuch pandemii COVID-19 miał w szczególności negatywny wpływ na banki w porównaniu do podmiotów niefinansowych, choć szok został ograniczony dzięki zapewnieniu bankom płynności oraz podjęciu ekspansywnej polityki monetarnej przez banki centralne.

Natomiast Al-Awadhi, Alsaifi, Al-Awadhi oraz Alhammadi (2020, s. 1–2, 4) dokonali analizy wpływu COVID-19 na rynek akcji. W Chinach na podstawie analizy akcji wchodzących w skład indeksów Hang Seng i Shanghai Stock Exchange Composite Index, stwierdzili, że COVID-19 negatywnie wpłynął na stopy zwrotu. Zaznaczyli

przy tym, że stopy zwrotu w szczególności pozostają w negatywnej zależności w relacji do dziennej liczby potwierdzonych zakażeń i zgonów spowodowanych przez COVID-19. Podobne badania i wyniki w zakresie wpływu COVID-19 na giełdy papierów wartościowych przeprowadził m.in. Ashraf (2020, s. 1–2, 5–6). Otrzymał przez niego wyniki również wskazały na negatywną zależność pomiędzy stopą zwrotu a liczbą potwierdzonych przypadków COVID-19. Badania w zakresie wpływu COVID-19 na giełdy papierów wartościowych prowadzili także m.in. Chen, Chen, Tang oraz Huang (2009), Chen, Jang i Kim (2007). W przypadkach innych chorób pandemicznych badania prowadzili m.in. Ichev i Marinč (2018, s. 1), którzy zaobserwowali spadek cen akcji przedsiębiorstw prowadzących działalność na obszarze występowania wirusa Ebola.

Zgodnie z Raportem o stabilności systemu finansowego Narodowego Banku Polski (2020, s. 6–7) pandemia COVID-19 nie wpłynęła w zasadniczym stopniu na stabilność systemu finansowego w Polsce, jednakże ryzyko pogorszenia sytuacji wciąż występuje. Według tego raportu nie odnotowano spadku sprzedaży kredytów, choć szok covidowy pogarsza sytuację finansową zwłaszcza banków z niskimi kapitałami. Z kolei zgodnie z opracowaniem Związku Banków Polskich (2020, s. 17–20) bankowość elektroniczna i mobilna funkcjonowała poprawnie wspierając klientów podczas lockdownów i ograniczając negatywne konsekwencje pandemii.

2. Metodologia, dane i wyniki badania

W tej części scharakteryzowano własne badanie empiryczne wpływu pandemii COVID-19 na wskaźniki rentowności, wyniki finansowe oraz miary stabilności banków komercyjnych w Polsce. Analiza dotyczy okresu od marca 2020 r. do lipca 2021 r. i obejmuje miesięczne dane sprawozdawcze. Początek badań datowany na marzec wynika z odnotowania pierwszych przypadków zachorowań i zgonów na COVID-19 w Polsce. Dane sprawozdawcze pochodzą z publikacji KNF, GUS, WHO i NBP. Wyniki testów statystycznych zostały umieszczone w aneksie.

2.1. Wpływ pandemii COVID-19 na rentowność, wyniki finansowe i stabilność banków komercyjnych

Ze względu na okres badawczy, wynoszący niecałe półtora roku, wykorzystano dostępne miesięczne dane sprawozdawcze, co umożliwiło uzyskanie szeregu czasowego obejmującego 17 obserwacji. Przyjęte rozwiązanie ograniczyło możliwość wykorzystania takich zmiennych, jak np. produkt krajowy brutto lub PKB *per capita*. Dane sprawozdawcze nie miały charakteru panelowego, dlatego postanowiono wykorzystać klasyczną metodę najmniejszych kwadratów w celu weryfikacji postawionych w opracowaniu hipotez. Za zmienne zależne w zakresie:

- rentowności i wyników finansowych (M.RENT) przyjęto zwrot na aktywach r/r (ROA, zob. Gospodarowicz, Nosowski 2012, s. 223), zwrot na kapitale r/r (ROE, zob. Gospodarowicz, Nosowski 2012, s. 224), wynik z tytułu odsetek r/r, wyniki z tytułu prowizji r/r oraz wynik z działalności operacyjnej r/r,
- stabilności banków (M.STAB) przyjęto poziom kredytów nieregularnych (NPL, zob. Gospodarowicz, Nosowski 2012, s. 229), wskaźnik stabilności Z-score (zob. Miklaszewska, Kil, Idzik 2021, s. 10) i kompleksowy wskaźnik kondycji banku (*multi level performance score*, MLPS, zob. Miklaszewska, Kil, Idzik 2021, s. 10–11).

Na podstawie literatury przedmiotu i dostępności miesięcznych danych na wstępnym etapie selekcji zostały wybrane 24 zmienne niezależne, w tym 2 zmienne dotyczące COVID-19, 9 zmiennych makroekonomicznych oraz 13 zmiennych charakteryzujących działalność banków komercyjnych. Na podstawie analizy wartości macierzy korelacji oraz testu współliniowości (czynnik inflacji wariancji, *variance inflation factor*, VIF) w analizie ostatecznie wykorzystano 2 zmienne covidowe, 2 zmienne makroekonomiczne oraz 4 zmienne dotyczące funkcjonowania banków. Ze względu na przyjęte opóźnienia (przesunięcia o jeden miesiąc) zmiennych niezależnych liczba miesięcznych obserwacji w szacunkach modelowych wynosi 16 miesięcy. Opis i charakterystykę zmiennych zależnych i niezależnych przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Charakterystyka zmiennych zależnych i niezależnych wykorzystanych w badaniu

| Zmienna | Opis | Źródło danych | Koncepcje lub badania odnoszące się do zmiennej |
|---------------------------------|-----------------------------------|---------------|--|
| Zmienne zależne – M.RENT | | | |
| ROA | Stopa zwrotu z aktywów | KNF | Elnahass, Trinh, Li (2021); Ari, Chen, Ratnovski (2021); Dursun-de Neef, Schandlbauer (2021); Miklaszewska, Kil, Idzik (2021) |
| ROE | Stopa zwrotu z kapitału własnego | | Elnahass, Trinh, Li (2021); Ari, Chen, Ratnovski (2021); Dursun-de Neef, Schandlbauer (2021), Korzeb, Niedziółka (2021); Miklaszewska, Kil, Idzik (2021) |
| W_OD | Wyniki z tytułu odsetek | | – |
| W_PR | Wynik z tytułu prowizji | | – |
| W_DZ_OP | Wynik na działalności operacyjnej | | – |

Tabela 1 - cd.

| Zmienna | Opis | Źródło danych | Koncepcje lub badania odnoszące się do zmiennej |
|--|---|---|---|
| Zmienne zależne – M.STAB | | | |
| NPL | Relacja kredytów nieregularnych do kredytów ogółem | KNF | Elnahass, Trinh, Li (2021); Dursun-de Neef, Schandlbauer (2021); Korzeb, Niedziółka (2021); Mikłaszewska, Kil, Idzik (2021) |
| Z-score | Wskaźnik stabilności oparty na wynikach finansowych i poziomie dźwigni banku | | Elnahass, Trinh, Li (2021); Karkowska, Korolczuk (2017); Mikłaszewska, Kil, Idzik (2021) |
| MPLS | Kompleksowy wskaźnik kondycji banku | | Mikłaszewska, Kil, Idzik (2021) |
| Zmienne niezależne – LN_COVID19 | | | |
| LN_COVID_NC_t-1 | Logarytm naturalny z miesięcznej sumy liczby nowych przypadków zachorowań na COVID-19 | https://covid19.who.int/region/euro/country/pl (dostęp: 2.10.2021) | - |
| LN_COVID_ND_t-1 | Logarytm naturalny z miesięcznej sumy liczby nowych zgonów na COVID-19 | | - |
| Zmienne niezależne – ZM_MAKROEKON | | | |
| BC_R_t-1 | Stopa referencyjna NBP | NBP | - |
| BC_TA_t-1 | Dynamika zmiany sumy bilansowej NBP | | - |
| Zmienne niezależne – ZM_BANK | | | |
| LOANS_chg_t-1 | Dynamika zmiany kredytów i pożyczek | KNF | Korzeb, Niedziółka (2021) |
| CI_t-1 | Relacja kosztów do przychodów | | Elnahass, Trinh, Li (2021); Mikłaszewska, Kil, Idzik (2021); Bernardelli, Korzeb, Niedziółka (2021) |
| EQ_TA_t-1 | Relacja kapitału własnego do sumy bilansowej banków komercyjnych | | Dursun-de Neef, Schandlbauer (2021); Mikłaszewska, Kil, Idzik (2021) |
| II_chg_t-1 | Dynamika przychodu odsetkowego | | Ari, Chen, Ratnovski (2021) |

Źródło: opracowanie własne.

Postacie funkcyjne analizowanych modeli zostały opisane wzorami (1) i (2).

$$M.RENT_{it} = \alpha + \beta_1 LN_COVID19_{i,t-1} + \beta_2 ZM_MAKROEKON_{i,t-1} + \beta_3 ZM_BANK_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$M.STAB_{it} = \alpha + \beta_1 LN_COVID19_{i,t-1} + \beta_2 ZM_MAKROEKON_{i,t-1} + \beta_3 ZM_BANK_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

gdzie:

M.RENT – miara rentowności i wyników finansowych wyrażona wskaźnikiem ROA, ROE, wynikiem z tytułu odsetek, wynikiem z tytułu prowizji oraz wynikiem na działalności operacyjnej;

M.STAB – miara rentowności wyrażona wskaźnikiem NPL, Zscore lub MLPS;

LN_COVID19 – logarytm naturalny sumy miesięcznych przypadków COVID-19 lub logarytm naturalny sumy odnotowanych zgonów z powodu COVID-19;

ZM_MAKROEKON – wektor zmiennych makroekonomicznych opisanych w tabeli 1;

ZM_BANK – wektor zmiennych opisujących działalność banków komercyjnych opisanych w tabeli 1.

W badanym okresie negatywny wpływ na zmienną objaśnianą ROA i ROE miały: liczba miesięcznych zachorowań na COVID-19 (modele 1, 3), dynamika zmiany kredytów i pożyczek (modele 1, 2, 4) oraz relacja kapitałów własnych do sumy bilansowej (modele 1–4). Zależność dodatnią dla ROA i ROE odnotowano dla stopy referencyjnej NBP (modele 2, 4) i dynamiki przychodu odsetkowego (modele 1–4). W przypadku parametru wskaźnika C/I jego interpretacja pozostaje w sprzeczności z założeniami teoretycznymi, na co mogła wpłynąć stosunkowo krótka seria obserwacji, kiedy wystąpił równoczesny spadek ROA, ROE i C/I.

Negatywny wpływ na wynik z tytułu odsetek banków komercyjnych (modele 5–6) miała liczba miesięcznych zachorowań i zgonów z powodu COVID-19. Interpretować to można wzrostem kredytów nieregularnych w pierwszych miesiącach pandemii. Mogło to również wynikać m.in. z obniżenia stopy referencyjnej przez NBP, bowiem, jak wskazuje model, wynik z tytułu odsetek oraz wynik z tytułu prowizji pozostawał w badanym okresie w dodatniej zależności w stosunku do niej (modele 5–8). Dla wyniku z tytułu odsetek oraz wyniku z tytułu prowizji odnotowano również negatywną zależność w stosunku do wskaźnika C/I oraz dynamiki przychodu odsetkowego (modele 5–8). Relacja kapitału własnego do aktywów pozostawała w dodatniej zależności z wynikiem z tytułu odsetek (modele 5–6) oraz negatywnej zależności z wynikiem z tytułu prowizji (modele 7–8).

W przypadku wyniku z tytułu działalności operacyjnej model wskazał na negatywną zależność dla relacji kapitału własnego do sumy bilansowej (modele 9–10) oraz dodatnią zależność dla dynamiki przychodu odsetkowego (modele 9–10).

Analiza wskaźników rentowności i wyników finansowych uniemożliwiła jednoznacznie weryfikację hipotezy H1. Dlatego też zastąpiono całościową ocenę hipotezy H1 na rzecz jej poszczególnych elementów składowych. Tym samym stwierdzono, że hipoteza H1 została:

- pozytywnie zweryfikowana dla wskaźników ROA, ROE i wyniku z tytułu odsetek w zakresie liczby nowych przypadków zachorowań na COVID-19 (modele 1, 3, 5),
- pozytywnie zweryfikowana dla wyniku z tytułu odsetek w odniesieniu do liczby nowych zgonów na COVID-19 (model 6),
- negatywnie zweryfikowana dla wskaźników ROA i ROE w zakresie liczby nowych zgonów na COVID-19 (modele 2, 4) oraz wyniku z tytułu odsetek i wyniku na działalności operacyjnej dla obu zmiennych covidowych (modele 7–10).

W stosunku do zmiennych charakteryzujących stabilność banków komercyjnych, nie został w analizowanym okresie odnotowany negatywny wpływ pandemii COVID-19 na NPL, Z-score i MLPS (modele 11–16). Dało to podstawę do negatywnego zweryfikowania hipotezy H2. Za istotne zmienne niezależne względem NPL można było uznać dynamikę zmiany sumy bilansowej NBP, której wzrost prowadził do spadku kredytów nieregularnych (modele 11–12). Negatywną zależność odnotowano także dla stopy referencyjnej NBP (modele 11–12). Mogło być to związane z tym, że pomimo obniżenia stóp procentowych przez RPP, poziom kredytów nieregularnych wzrastał na początku badanego okresu. Dodatnia zależność względem NPL występowała dla wskaźnika C/I oraz relacji kapitału własnego do sumy bilansowej (modele 11–12).

W odniesieniu do wskaźnika MLPS zaobserwowano, że wzrost stopy referencyjnej NBP pozostawał w dodatniej zależności względem niego. Natomiast w ujemnej zależności do MLPS pozostawała relacja kapitału własnego do sumy aktywów.

Tabela 2. Wyniki estymacji ośmiu modeli dla zmiennej zależnej ROA, ROE, wynik z tytułu odsetek i wynik z tytułu prowizji dla serii 16 obserwacji od kwietnia 2020 r. do lipca 2021 r.

| Zmienne niezależne | Zmienna zależna/oznaczenie modelu | | | | | | | |
|-------------------------|-----------------------------------|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | ROA/1 | ROA/2 | ROE/3 | ROE/4 | W_OD/5 | W_OD/6 | W_PR/7 | W_PR/8 |
| const | 0,061*** (0,01) | 0,073*** (0,011) | 0,59*** (0,093) | 0,7*** (0,102) | -0,775*** (0,112) | -0,634*** (0,17) | 1,32*** (0,056) | 1,188*** (0,065) |
| LN_COVID_NC_t-1 | -4,89E-04* (2,47E-04) | | -0,005* (0,002) | | -0,008*** (0,002) | | 0,006*** (0,001) | |
| LN_COVID_ND_t-1 | | -5,74E-04 (3,19E-04) | | -0,006 (0,003) | | -0,007** (0,003) | | 0,007*** (0,001) |
| BC_R_t-1 | 0,28 (0,182) | 0,37** (0,15) | 2,412 (1,731) | 3,292* (1,433) | 5,689** (1,968) | 7,477*** (1,952) | 8,519*** (1,238) | 7,467*** (1,155) |
| BC_TA_t-1 | 0,01 (0,01) | 0,011 (0,01) | 0,093 (0,097) | 0,104 (0,1) | -0,056 (0,077) | -0,034 (0,082) | 0,052 (0,069) | 0,039 (0,07) |
| LOANS_chg_t-1 | -0,046* (0,021) | -0,071*** (0,014) | -0,361 (0,205) | -0,598*** (0,132) | 0,287 (0,46) | -0,059 (0,471) | -0,661* (0,323) | -0,376 (0,319) |
| CI_t-1 | 0,027** (0,009) | 0,026** (0,008) | 0,234** (0,084) | 0,221** (0,075) | -0,647*** (0,047) | -0,692*** (0,055) | -0,175*** (0,034) | -0,158*** (0,034) |
| EQ_TA_t-1 | -0,732*** (0,081) | -0,853*** (0,104) | -6,874*** (0,754) | -8,041*** (0,97) | 11,335*** (1,149) | 9,817*** (1,501) | -11,977*** (0,611) | -10,579*** (0,643) |
| II_chg_t-1 | 0,002* (0,001) | 0,002* (0,001) | 0,016* (0,008) | 0,013* (0,007) | -0,028*** (0,005) | -0,034*** (0,005) | -0,016*** (0,004) | -0,013*** (0,003) |
| Wyszczególnienie | Parametry modelu | | | | | | | |
| Skor R-kwadrat | 0,735 | 0,727 | 0,727 | 0,716 | 0,955 | 0,94 | 0,926 | 0,92 |
| F-test | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VIF (maks.) | 5,243 | 4,507 | 5,243 | 4,507 | 5,243 | 4,507 | 5,243 | 4,507 |

Uwaga: Wartości w nawiasach to heteroskedastycznie zgodne błędy standardowe.

Źródło: opracowanie własne. Liczba obserwacji w modelach 1–8: 16.

Tabela 3. Wyniki estymacji modeli dla zmiennej zależnej, wynik z tytułu działalności operacyjnej, NPL, Z score i MLPS – modele 9–16 w zależności od przyjętego zestawu zmiennych objaśniających

| Zmienne niezależne | Zmienna zależna/oznaczenie modelu | | | | | | | |
|--------------------|-----------------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | W_DZ_OP\ 9 | W_DZ_OP/ 10 | NPL/11 | NPL/12 | Z-score/ 13 | Z-score/ 14 | MLPS/15 | MLPS/16 |
| const | 10,72*** (1,473) | 11,735*** (1,473) | -0,005 (0,005) | -0,005 (0,008) | -109,861 (632,965) | -344,512 (653,019) | 206,915*** (16,51) | 220,855*** (21,834) |
| LN_COVID_NC_t-1 | -0,053 (0,031) | | 1,32E-04 (7,42E-05) | | 15,872 (9,238) | | -0,802 (0,44) | |
| LN_COVID_ND_t-1 | | -0,053 (0,04) | | 2,61E-05 (1,34E-04) | | 12,795 (9,046) | | -0,736 (0,651) |
| BC_R_t-1 | -5,798 (24,766) | 5,848 (21,403) | -0,527*** (0,078) | -0,579*** (0,078) | 9005 (10724,6) | 4822,54 (9338,92) | 1458,85*** (355,706) | 1650,82*** (304,455) |
| BC_TA_t-1 | 1,068 (0,879) | 1,215 (0,942) | -0,007* (0,003) | -0,007* (0,003) | 422,574 (518,637) | 371,315 (502,47) | 16,383 (15,939) | 18,775 (17,196) |
| LOANS_chg_t-1 | 1,464 (4,186) | -0,943 (3,361) | 0,003 (0,018) | 0,006 (0,016) | -4246,53 (2732,92) | -3594,61 (2583,38) | -83,576 (54,764) | -118,686** (44,878) |
| CI_t-1 | 4,688*** (0,97) | 4,414*** (0,905) | 0,011*** (0,002) | 0,013*** (0,003) | 2300,82*** (328,702) | 2426,68*** (327,384) | 28,968 (16,656) | 23,862 (15,136) |
| EQ_TA_t-1 | -128,301*** (12,182) | -139,165*** (12,911) | 0,603*** (0,046) | 0,606*** (0,064) | -11437,2 (6229,92) | -8862,98 (6022,12) | -2249,41*** (132,049) | -2399,96*** (203,542) |
| II_chg_t-1 | 0,554*** (0,092) | 0,518*** (0,076) | 3,68E-04* (1,96E-04) | 0,001** (2,14E-04) | -58,236* (25,465) | -45,498* (23,891) | 1,712 (1,806) | 1,124 (1,538) |
| Skor. R-kwadrat | 0,888 | 0,877 | 0,829 | 0,812 | 0,674 | 0,65 | 0,826 | 0,808 |
| F-test | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VIF (maks.) | 5,243 | 4,507 | 5,243 | 4,507 | 5,243 | 4,507 | 5,243 | 4,507 |

Źródło: opracowanie własne. W nawiasach podano heteroskadycznie zgodne błędy standardowe. Liczba obserwacji w modelach 9–6: 16.

Podsumowanie

Celem opracowania była oceny krótkookresowego wpływu pandemii COVID-19 na działalność banków komercyjnych w Polsce.

Jednoznaczna weryfikacja hipotezy H1 była niemożliwa, dlatego też podjęto próbę jej dekompozycji i oceny poszczególnych elementów składowych. Na podstawie powyższego założenia stwierdzono, że negatywny wpływ pandemii COVID-19, wyrażony liczbą nowych zachorowań na wirusa SARS-CoV-2, został odnotowany względem wskaźników ROA i ROE oraz wyniku z tytułu odsetek. Analiza wskazała, że na wynik z tytułu odsetek negatywny wpływ miała również liczba nowych zgonów na COVID-19. Z drugiej strony badanie ilościowe negatywnie zweryfikowało hipotezę H1 w zakresie zależności wskaźników ROA i ROE oraz liczby zgonów na COVID-19. W przypadku wyniku z tytułu prowizji i wyniku z działalności operacyjnej, weryfikacja hipotezy H1 również była negatywna dla obu zmiennych covidowych.

W odniesieniu do miar stabilności banków komercyjnych, tj. NPL, Z-score i MLPS, hipoteza H2 została negatywnie zweryfikowana, co można interpretować w ten sposób, że w badanym okresie pandemia COVID-19 nie przyczyniła się do znaczącego pogorszenia stabilności polskich banków komercyjnych.

Wyniki analiz są podobne z wynikami z innych badań. Na przykład Elnahass, Trinh oraz Li (2021) otrzymali takie same wyniki w odniesieniu do wskaźników ROA i ROE, jednakże odmienne dla NPL i Z-score. Trzeba zaznaczyć, że w niniejszym opracowaniu badano tylko banki komercyjne w Polsce, natomiast w analizie Elnahassa, Trinha oraz Li (2021) bazę stanowiło 1090 banków ze 116 krajów. Z kolei w porównaniu do analiz Baretta, Celnera, O'Reilliego i Shillinga (2020) otrzymano takie same wyniki dla stóp procentowych banków centralnych (ich obniżenie po wybuchu pandemii COVID-19 spowodowało spadek wyniku banków z tytułu odsetek). Acharya, Engle i Steffena (2021) stwierdzili, że pandemia COVID-19 ograniczyła akcję kredytową banków. Podobne wnioski sformułowały Hryckiewicz i Olszak (2021). W polskim sektorze banków komercyjnych tylko w początkowych miesiącach pandemii odnotowano spadek dynamiki kredytów i pożyczek, gdyż po upływie około 6 miesięcy wskaźnik ten zaczął ponownie rosnąć, szczególnie w odniesieniu do sprzedaży kredytów mieszkaniowych, co należy łączyć z obniżeniem stóp procentowych przez NBP. Z kolei Ari, Chen i Ratnovski (2020) stwierdzili, że przedłużająca się pandemia COVID-19 istotnie zwiększa ryzyko wzrostu NPL. Natomiast na polskim rynku na początku pandemii obserwowano wzrost NPL w portfelach banków komercyjnych, jednak po kilku miesiącach powrócił on do poziomu sprzed pandemii.

Pomimo, że w wyniku pandemii COVID-19 rentowność i wyniki finansowe banków komercyjnych w Polsce obniżyły się, głównie w pierwszych miesiącach epidemii COVID-19 względem poprzednich lat, to nie wpłynęło to negatywnie na ich stabilność. W kontekście działań interwencyjnych oraz sytuacji banków na koniec

2021 r. wydaje się, że pandemia COVID-19 miała raczej krótkoterminowy i przejściowy wpływ na wyniki banków komercyjnych. Natomiast, jeżeli nie wystąpią nadzwyczajne okoliczności wymagające działań podobnych do lockdownu z 2020 r. stabilność banków komercyjnych w Polsce nie jest zagrożona. Jednakże istotnym czynnikiem zagrożenia nie tylko dla banków komercyjnych, ale dla całego sektora bankowego, jest portfel kredytów mieszkaniowych opartych na zmiennym oprocentowaniu. Tym bardziej, że wysoce prawdopodobne jest znaczące podnoszenie stóp procentowych przez RPP.

Bibliografia

Acharya V., Engle R., Steffen S., *Why Did Bank Stocks Crash during COVID-19?*, NYU Stern School of Business Forthcoming, 2021, <https://ssrn.com/abstract=3799590>, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3799590> (dostęp: 21.10.2021).

Acharya V., Steffen S., *Stress tests for banks as liquidity insurers in a time of COVID*, 2020, CEPR VoxEU.org, <https://voxeu.org/article/stress-tests-banks-liquidity-insurers-time-covid> (dostęp: 21.10.2020).

Al-Awadhi A., Alsaifi K., Al-Awadhi A., Alhammadi S., *Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns*, „Journal of Behavioral and Experimental Finance” 2020, 27, <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100326> (dostęp: 21.10.2021).

Aldasoro I., Fender I., Hardy B., Tarashev N., *Effects of Covid-19 on the banking sector: the market's assessment*, „BIS Bulletin” 2020, 12 (dostęp: 21.10.2021).

Ari A., Chen S., Ratnovski L., *COVID-19 and Non-Performing Loans: Lessons from past Crises*, „ECB Research Bulletin” 2020, 71, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3632272> (dostęp: 21.10.2021).

Ari A., Chen S., Ratnovski L., *The Dynamics of Non-Performing Loans during Banking Crises: A New Database with Post-COVID-19 Implications*, „Journal of Banking and Finance” 2021, Forthcoming, ISBN/ISSN: 9781513521152/1018-5941 (dostęp: 21.10.2021).

Ashraf B., *Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities?* „Research in International Business and Finance” 2020, vol. 54, 101249, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101249> (dostęp: 21.10.2021).

Bank Światowy, 2021, <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2021/01/05/global-economy-to-expand-by-4-percent-in-2021-vaccine-deployment-and-investment-key-to-sustaining-the-recovery> (dostęp: 19.10.2021).

Baret S., Celner A., O'Reilly M., Shilling M., *COVID-19 potential implications for the banking and capital market sector: business and operational resilience. Maintaining business and operational resilience*, Deloitte Insights, 2020, https://www2.deloitte.com/content/dam/insights/us/articles/6693_covid-19-banking/DI_COVID-19-banking.pdf (dostęp: 26.09.2021).

Bernardelli M., Korzeb Z., Niedziółka P., *The banking sector as the absorber of the COVID-19 crisis' economic consequences: perception of WSE investors*, „Oeconomia Copernicana” 2021, 12(2), <https://doi.org/10.24136/oc.2021.012> (dostęp: 19.10.2021).

Carletti E., Claessens S., Fatás A., Vives X., *The bank business model in the post-Covid-19 world*, London: Centre for Economic Policy Research, 2020, <https://voxeu.org/content/bank-business-model-post-covid-19-world> (dostęp: 19.10.2021).

Chen C.D., Chen C.C., Tang W., Huang B., *The positive and negative impacts of the SARS outbreak: A case of the Taiwan industries*, J. Dev. Areas, 2009, <https://www.jstor.org/stable/40376284> (dostęp: 19.10.2021).

Chen M., Jang S., Kim W., *The impact of the SARS outbreak on Taiwanese hotel stock performance: an event-study approach*, „International Journal of Hospitality Management” 2007, vol. 26, issue 1, <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2005.11.004> (dostęp: 19.10.2021).

Demircuc-Kunt A., Pedraza A., Ruiz-Ortega C., *Banking Sector Performance During the COVID-19 Crisis*, Policy Research Working Paper 2020, No. 9363, World Bank, Washington, DC, World Bank, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34369> (dostęp: 19.10.2021).

Dooseman E., Marchat G., Guillard V., *COVID-19: Major risk considerations for the banking sector*, 2020, <https://n9.cl/bn1x>, <https://doi.org/10.2478/mdke-2021-0013> (dostęp: 19.10.2021).

Dursun-de Neef Ö., Schandlbauer A., *COVID-19 and Lending Responses of European Banks*, „Journal of Banking and Finance, Forthcoming”, 2021, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3681937> (dostęp: 19.10.2021).

Elnahass M., Trinh V., Li T., *Global banking stability in the shadow of COVID-19 outbreak*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money” 2021, vol. 72, 101322, <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101322> (dostęp: 19.10.2021).

Gospodarowicz A., Nosowski A., *Zarządzanie instytucjami kredytowymi*, Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa 2012.

Hardy B., Takáts E., *International banking amidst Covid-19: resilience and drivers*, „BIS Quarterly Review” 2020, 7, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2012g.htm (dostęp: 19.10.2021).

Hryckiewicz A., Olszak M., *Wpływ kryzysów na działalność sektora bankowego w Polsce, [w:] Wpływ COVID-19 na finanse. Polska perspektywa*, M. Zaleska (red.), Wydawnictwo Difin, Warszawa 2021.

Ichev R., Marinć M., *Stock prices and geographic proximity of information: Evidence from the Ebola outbreak*, „International Review of Financial Analysis” 2018, vol. 56, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.12.004> (dostęp: 19.10.2021).

Kałużny R., *Finanse i ryzyko w instytucjach kredytowych*, [w:] A. Gospodarowicz, A. Nosowski (red.), *Zarządzanie instytucjami kredytowymi*, Wydawnictwo C.H.Beck, 2012.

Karkowska R., Korolczuk M., *Zastosowanie wskaźnika Z-score w badaniu niestabilności sektora bankowego w krajach europejskich*, Studia Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2017, nr 325, Katowice, <https://www.sbc.org.pl/dlibra/publication/312948/edition/295735/content> (dostęp: 19.10.2021).

Korzeb Z., Niedziółka P., *Determinants of Differentiation of Cost of Risk (CoR) among Polish Banks during COVID-19 Pandemic*, „Journal of Risk and Financial Management” 2021, <https://www.mdpi.com/1911-8074/14/3/110/pdf>, <https://doi.org/10.3390/jrfm14030110> (dostęp: 19.10.2021).

Korzeb Z., Niedziółka P., Silva A., *Impact of the COVID-19 crisis on the Portuguese banking system, Linear ordering method*, „Estudios Gerenciales” 2021, 37(159), 226–241, <https://doi.org/10.18046/j.estger.2021.159.4414> (dostęp: 19.10.2021).

Kulińska-Sadłocha E., Marcinkowska M., Szambelańczyk J., *The impact of pandemic risk on the activity of banks based on the Polish banking sector in the face of COVID-19*, „Bezpieczny Bank” 2020, 2(79), <https://www.bfg.pl/wp-content/uploads/bb2.4.pdf>, <http://dx.doi.org/10.26354/bb.3.2.79.2020> (dostęp: 19.10.2021).

Miklaszewska E., Kil K., Idzik M., *How the COVID-19 Pandemic Affects Bank Risks and Returns: Evidence from EU Members in Central, Eastern, and Northern Europe*, *Risks* 2021, 9, 180, <https://doi.org/10.3390/risks9100180> (dostęp: 19.10.2021).

Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego, Ocena skutków pandemii COVID-19*, Departament Stabilności Finansowej, Warszawa 2020, <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf122020.pdf> (dostęp: 19.10.2021).

Rizwan M., Ahmad G., Ashraf D., *Systemic risk: The impact of COVID-19*, „Finance Research Letters” 2020, vol 36, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101682> (dostęp: 19.10.2021).

Solarz J.K., Waliszewski K., *Całościowe zarządzanie ryzykiem systemowym. Pandemia COVID-19*, Wydawnictwo Edu-Libri, Kraków–Legionowo 2020.

Yang Y., Peng F., Wang R., Guan K., Jiang T., Xu G., Sun J., Chang C., *The deadly coronaviruses: The 2003 SARS pandemic and the 2020 novel coronavirus epidemic in China*, „Journal of Autoimmunity” 2020, <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC7126544/pdf/main.pdf>, <https://doi.org/10.1016/j.jaut.2020.102434> (dostęp: 19.10.2021).

Związek Banków Polskich, *Covid-19, banki i technologia – w jaki sposób pandemia wpłynęła na sytuację w sektorze bankowym*, 2020, https://www.zbp.pl/getmedia/3834338e-8ca9-4a-8d-8a1b-c6f7d6e2b3aa/covid_a_technologie_fin (dostęp: 19.10.2021).

Tabele statystyczne

Tabela A. Macierz korelacji dla badania wpływu pandemii COVID-19 na rentowność, wyniki finansowe i stabilność banków komercyjnych

| | ROA | ROE | W_OD | W_OD | W_PR | W_DZ_OP | NPL | Z-score | MLPS | LN_COVID_NC | LN_COVID_ND | BC_R | BC_TA | LOANS_chg | C/I | EQ_TA | IL_chg | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-------------|-------------|-------|-------|-----------|------|-------|--------|--|
| ROA | 1,00 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 1,00 | 1,00 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| W_OD | -0,49 | -0,49 | 1,00 | | | | | | | | | | | | | | | |
| W_PR | 0,68 | 0,69 | -0,76 | 1,00 | | | | | | | | | | | | | | |
| W_DZ_OP | 0,85 | 0,87 | -0,77 | 0,80 | 1,00 | | | | | | | | | | | | | |
| NPL | -0,76 | -0,77 | 0,19 | -0,69 | -0,68 | 1,00 | | | | | | | | | | | | |
| Z-score | 0,44 | 0,41 | -0,49 | 0,39 | 0,26 | -0,03 | 1,00 | | | | | | | | | | | |
| MLPS | 0,95 | 0,95 | -0,42 | 0,75 | 0,84 | -0,91 | 0,31 | 1,00 | | | | | | | | | | |
| LN_COVID_NC | -0,21 | -0,21 | -0,58 | 0,16 | 0,13 | 0,40 | 0,29 | -0,28 | 1,00 | | | | | | | | | |
| LN_COVID_ND | -0,04 | -0,03 | -0,71 | 0,39 | 0,31 | 0,18 | 0,32 | -0,06 | 0,93 | 1,00 | | | | | | | | |
| BC_R | 0,08 | 0,06 | 0,64 | -0,17 | -0,27 | -0,33 | 0,01 | 0,18 | -0,50 | -0,59 | 1,00 | | | | | | | |
| BC_TA | -0,12 | -0,13 | 0,33 | -0,17 | -0,26 | -0,06 | 0,02 | -0,04 | -0,28 | -0,24 | 0,35 | 1,00 | | | | | | |
| LOANS_chg | 0,50 | 0,51 | -0,17 | 0,45 | 0,41 | -0,52 | 0,17 | 0,51 | -0,19 | -0,26 | 0,38 | -0,08 | 1,00 | | | | | |
| C/I | 0,13 | 0,09 | -0,13 | 0,24 | -0,10 | 0,04 | 0,75 | 0,07 | 0,18 | 0,17 | 0,29 | 0,18 | 0,11 | 1,00 | | | | |
| EQ_TA | -0,49 | -0,51 | 0,90 | -0,84 | -0,81 | 0,41 | -0,20 | -0,52 | -0,32 | -0,54 | 0,61 | 0,27 | -0,19 | 0,09 | 1,00 | | | |
| IL_chg | 0,16 | 0,16 | 0,05 | -0,12 | 0,21 | -0,21 | -0,06 | 0,22 | -0,10 | -0,14 | 0,25 | 0,11 | 0,13 | -0,43 | 0,03 | 1,00 | | |

Źródło: opracowanie własne.

Tabela B. Statystyka dla zmiennych w badaniu wpływu pandemii COVID-19 na rentowność, wyniki finansowe i stabilność banków komercyjnych

| | Średnia | Odchylenie standardowe | Min. | Maks. |
|-------------|---------|------------------------|---------|---------|
| ROA | -0,002 | 0,003 | -0,008 | 0,001 |
| ROE | -0,013 | 0,023 | -0,071 | 0,017 |
| W_OD | -0,054 | 0,074 | -0,154 | 0,069 |
| W_PR | 0,118 | 0,036 | 0,073 | 0,175 |
| W_DZ_OP | -0,081 | 0,504 | -0,812 | 0,687 |
| NPL | 0,061 | 0,002 | 0,057 | 0,063 |
| Z-score | 141,372 | 134,809 | 29,030 | 494,584 |
| MLPS | -6,176 | 6,766 | -18,000 | 5,000 |
| LN_COVID_NC | 10,740 | 1,927 | 7,745 | 13,350 |
| LN_COVID_ND | 7,300 | 1,829 | 3,497 | 9,579 |
| BC_R | 0,002 | 0,003 | 0,001 | 0,013 |
| BC_TA | 0,025 | 0,037 | -0,047 | 0,102 |
| LOANS_chg | 0,001 | 0,011 | -0,017 | 0,024 |
| C/I | 0,517 | 0,042 | 0,482 | 0,649 |
| EQ_TA | 0,099 | 0,004 | 0,093 | 0,105 |
| II_chg | 0,200 | 0,357 | -0,920 | 0,911 |

Źródło: opracowanie własne.

Konrad Szela^{*}

ORCID: 0000-0002-0692-7910

konrad.szela@arp.pl, kszela@sgh.waw.pl

Nowa strategia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego – kontynuacja i zmiana

Streszczenie

Pierwotna strategia polityki pieniężnej EBC została przyjęta w 1998 r., a następnie zaktualizowana w 2003 r. Od tamtego czasu nastąpiło wiele istotnych zdarzeń i wstrząsów, których doświadczył europejski system ekonomiczno-społeczny (kryzysy finansowe i gospodarcze, okresy bardzo niskiej inflacji i niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, pandemia COVID-19 itp.). Ponadto sprawą o rosnącym znaczeniu w UE stały się zmiany klimatyczne. Wszystko to skłoniło do przeglądu i weryfikacji strategii EBC. Nowa strategia została opublikowana w lipcu 2021 r.

Artykuł koncentruje się na nowych elementach strategii EBC. Pierwszym z nich jest kwestia kosztów mieszkaniowych (ang. *owner-occupied housing*) i ich planowanego włączenia do zakresu wskaźnika inflacji stosowanego przez EBC (HICP). Ma to poprawić transgraniczną porównywalność wskaźnika HICP, a także jego reprezentatywność, gdyż koszty mieszkaniowe stanowią istotną część konsumpcji gospodarstw domowych. Drugim elementem są zmiany klimatyczne i ich konsekwencje gospodarcze, które należy brać pod uwagę w polityce pieniężnej EBC. W artykule przedstawiono różne poglądy, argumenty za i przeciw, zalety i wady itp. Ostatnia część opracowania zawiera wnioski i rekomendacje.

Słowa kluczowe: bank centralny, strategia, polityka pieniężna, inflacja, koszty mieszkaniowe, zmiany klimatyczne, test warunków skrajnych

JEL: E52, E58, Q54

* Konrad Szela – wicedyrektor Biura Analiz i Strategii w Agencji Rozwoju Przemysłu S.A. i współpracownik Katedry Systemu Finansowego w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

Artykuł wyraża wyłącznie osobiste poglądy autora.

The new monetary policy strategy of the European Central Bank – continuity and change

Abstract

The ECB's original monetary policy strategy was adopted in 1998 and updated in 2003. Since then, there have been several important developments and shocks experienced by the European economy (financial and economic crises, periods of very low inflation and unconventional monetary policy, COVID-19 pandemic, etc.). Moreover, in the meantime, climate change has become an issue of growing importance in the EU. All those issues have prompted a review and update of the ECB's strategy. The new strategy was published in July 2021.

This article focuses on several new elements of the ECB's strategy. The first one is the issue of the costs of living in private homes (owner-occupied housing – OOH) and their planned integration into the coverage of the ECB's inflation index (HICP). This is aimed at improving cross-country comparability as well as the representativeness of the HICP, as OOH costs represent an important share of household consumption. The second element is climate change and its economic consequences, which are to be taken into account when making monetary policy decisions by the Governing Council. Different views, pros and cons, advantages and disadvantages have been presented with regard to the above issues. The last part of the article provides some concluding remarks and recommendations.

Key words: central bank, strategy, monetary policy, inflation, owner-occupied housing, climate change, stress test

Wstęp

Pierwotna strategia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC) została przyjęta w 1998 r. tuż przed wprowadzeniem euro w 1999 r., a następnie zaktualizowana w 2003 r. Od tamtego czasu gospodarka europejska i jej otoczenie podlegały istotnym zmianom, co przyczyniło się do kolejnego przeglądu strategii EBC. Dodatkowym czynnikiem weryfikacji strategii polityki pieniężnej EBC stały się wyzwania klimatyczne i środowiskowe oraz ich znaczenie w polityce Unii Europejskiej (UE).

Strategia banku centralnego powinna być stosunkowo stabilna, ale jednocześnie powinna reagować na zmieniające się warunki ekonomiczne, aby uniknąć ryzyka dezaktualizacji. Aktualizacja strategii powinna więc zawierać zarówno elementy kontynuacji, jak i zmiany. Celem niniejszego artykułu jest przybliżenie tych aspektów strategii EBC, które stanowią nowość, a także dokonanie ich wstępnej oceny. Natomiast elementy kontynuacji zostaną przedstawione jedynie pokrótce jako tło analizy oraz przesłanka do dalszej dyskusji.

1. Przesłanki i wyniki przeglądu strategii polityki pieniężnej EBC

Pierwotna strategia polityki pieniężnej EBC składała się z następujących elementów¹:

- cel inflacyjny w postaci stabilności cen sformułowany na zasadzie tzw. podwójnego klucza (ang. *double-key formulation*), tj. określenie granicy wzrostu wskaźnika HICP w ujęciu rocznym o mniej niż 2% oraz wskazanie pożądanego poziomu inflacji w strefie euro („poniżej, ale blisko 2%”);
- średniookresowa orientacja polityki pieniężnej;
- ocena zagrożeń dla stabilności cen na podstawie dwufilarowej analizy (ekonomicznej i monetarnej) – podlegająca kontroli krzyżowej przed sformułowaniem ostatecznej oceny.

Na początku XXI wieku otoczenie makroekonomiczne w Europie i na świecie było inne niż dziś. Z punktu widzenia EBC kluczowe znaczenie miały zmiany strukturalne, jak wzrost wydajności pracy, popyt na bezpieczne i płynne aktywa, struktura demograficzna, a także inne zmiany, które obniżyły realną stopę równowagi, czyli stopę procentową, przy której gospodarka funkcjonuje wykorzystując cały swój potencjał (Bundesbank 2017 i 2021; Brand i in. 2018; EBC 2021c).

Istotne znaczenie miały także turbulencje na rynkach finansowych (np. globalny kryzys finansowy i kryzys zadłużenia w strefie euro), a ponadto utrzymujący się od 2013 r. niski poziom inflacji (poniżej celu inflacyjnego EBC) czy stosowanie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej od 2014 r. (w celu przeciwdziałania presji dezinflacyjnej). Według niektórych autorów do końca 2014 r. stało się jasne, że strefa euro przeszła do nowego systemu (ang. *second regime*), w którym zaczęły dominować negatywne szoki popytowe, a w takich okolicznościach pułap 2% inflacji *de facto* przestał obowiązywać i działać jako czynnik stabilizujący (Rostagno i in. 2019). Wreszcie, pandemia COVID-19, będąca nowym doświadczeniem okazała się poważnym wstrząsem dla światowej gospodarki w związku z przerwaniem łańcuchów dostaw w zglobalizowanej gospodarce. Warto dodać, że początkowo pandemia wywierała presję na obniżenie inflacji, a ostatnio wręcz odwrotnie.

Powyższe wydarzenia, w połączeniu z innymi globalnymi zjawiskami (globalizacja, cyfryzacja, zmiany klimatyczne, ewolucja systemu finansowego i metod komunikacji itp.), wymagały adekwatnych reakcji właściwych decydentów. Między innymi, na początku 2020 r. Rada Prezesów zainicjowała przegląd strategii polityki pieniężnej EBC, z uwzględnieniem wniosków z procesu konsultacji społecznych, w których uczestniczyło wielu interesariuszy. Konsultacje te miały różne formy, jak np. wysłuchania publiczne (zarówno w EBC, jak i w narodowych bankach centralnych), dedykowane portale internetowe w celu poznania opinii publicznej, specjalistyczne konferencje z udziałem ekspertów finansowych i przedstawicieli instytucji naukowych, wreszcie dialog z Parlamentem Europejskim w formule wysłuchania publicznego

¹ Szerzej na temat pierwotnej strategii EBC – zob. np.: Duisenberg 1998; EBC 1998, 2000 i 2001; Szelaąg 2003.

na forum komisji ECON². Ponadto w debacie nad strategią wykorzystano również wnioski z raportów opracowanych przez kilkanaście zespołów eksperckich³. Konsultacje te były do pewnego stopnia podobne do tych, które w USA przeprowadziła Rezerwa Federalna w latach 2019–2020.

Po zakończeniu procesu konsultacji nowa strategia polityki pieniężnej EBC została opracowana, uchwalona i ogłoszona 8 lipca 2021 r. W porównaniu ze strategią z 2003 r. pewne jej elementy zostały utrzymane, a inne zmodyfikowane. Kluczowe elementy nowej strategii EBC to (EBC 2021c):

- **Wskaźnik inflacji:** Stosowany dotychczas zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP) pozostaje właściwą miarą inflacji w strefie euro⁴, ale pomiar inflacji można jeszcze udoskonalić poprzez włączenie do zakresu wskaźnika HICP nowych elementów (w szczególności kosztów mieszkaniowych).
- **Ilościowy i symetryczny cel inflacyjny:** Przyjęto punktowy cel inflacyjny na poziomie 2%⁵. Zrezygnowano zaś z formuły „podwójnego klucza”, gdyż była ona postrzegana jako asymetryczna, co stwarzało problemy interpretacyjne dotyczące faktycznego poziomu celu inflacyjnego (poziom 2% interpretowano bowiem jako pułap). Cel inflacyjny musi być jednoznaczny, a to może zostać osiągnięte dzięki zastosowaniu celu symetrycznego.
- **Średniookresowa orientacja polityki pieniężnej:** Podejście to sprawdziło się w przeszłości i zostanie utrzymane. Zapewnia ono elastyczność w reagowaniu na wstrząsy gospodarcze, eliminuje zdarzenia przejściowe lub jednorazowe, uwzględnia opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej itp.
- **Ocena proporcjonalności decyzji dotyczących polityki pieniężnej:** Podobnie jak dotychczas, będzie się ona opierać na dwóch odrębnych filarach (analizie ekonomicznej i analizie monetarnej), przy czym zakres tej ostatniej będzie szerszy i obejmie także analizę finansową, a ponadto nie będzie już stosowana kontrola krzyżowa między oboma filarami.

² Komisja Gospodarcza i Monetarna w Parlamencie Europejskim.

³ Zespół ekspercki ds. celu inflacyjnego w postaci stabilności cen, Zespół ekspercki ds. cyfryzacji, Zespół ekspercki ds. globalizacji, Zespół ekspercki ds. interakcji monetarno-fiskalnych, Zespół ekspercki ds. komunikacji w polityce pieniężnej, Zespół ekspercki ds. modelowania, Zespół ekspercki ds. niebankowego pośrednictwa finansowego, Zespół ekspercki ds. oczekiwań inflacyjnych, Zespół ekspercki ds. pomiaru inflacji, Zespół ekspercki ds. polityki makroostrożnościowej, polityki pieniężnej i stabilności finansowej, Zespół ekspercki ds. wydajności pracy, innowacji i postępu technologicznego, Zespół ekspercki ds. zatrudnienia, Zespół ekspercki ds. zmian klimatycznych.

⁴ Ocena adekwatności wskaźnika HICP opierała się na czterech kryteriach: aktualności, rzetelności (np. rzadkie zmiany), porównywalności (w czasie i pomiędzy krajami) oraz wiarygodności. Te same kryteria zastosowano również podczas poprzedniego przeglądu strategii, który został przeprowadzony w 2003 r. (Issing 2003; EBC 2021c). Por. także kryteria zastosowane do wyboru pierwotnej strategii z 1998 r. (EIW 1997a i 1997b; Szelağ 2003).

⁵ Istnieją opinie, że cel inflacyjny powinien być nieco wyższy niż 2%, a EBC powinien przeprowadzać okresowe przeglądy swojego celu inflacyjnego (Reichlin i in. 2021). Po światowym kryzysie finansowym część ekonomistów sugerowała podniesienie celu inflacyjnego do 4% (Blanchard i in. 2010), a ostatnio podobne idee ponownie zyskały popularność biorąc pod uwagę rosnącą inflację i obecne oczekiwania inflacyjne.

Jeśli chodzi o nowe elementy strategii EBC, to oprócz wspomnianej kwestii kosztów mieszkaniowych nowością jest decyzja Rady Prezesów o zaangażowaniu EBC w sprawy zmian klimatycznych oraz ich wpływu na gospodarkę i politykę pieniężną. Ponadto istotnym *novum* jest okresowy przegląd strategii – najbliższy zaplanowano na 2025 r.

2. Poprawa pomiaru inflacji – koszty mieszkaniowe

Jak wspomniano, jednym z wniosków płynących z przeglądu strategii EBC jest to, że wskaźnik HICP pozostaje właściwą miarą inflacji w strefie euro z punktu widzenia celów polityki pieniężnej, jednak powinien on zostać udoskonalony poprzez włączenie do formuły obliczania nowych składowych, w szczególności kosztów mieszkaniowych, gdyż koszty te stanowią istotny element konsumpcji gospodarstw domowych (EBC 2021c i 2021e).

Kwestia kosztów mieszkaniowych, która jest obecnie przedmiotem debaty, ma dość długą historię. W 1997 r., kiedy po raz pierwszy opublikowano wskaźnik HICP, podjęto również próby skonstruowania wskaźnika kosztów mieszkaniowych (dalej: wskaźnik OOH – ang. *owner-occupied housing*) opartego na metodach kosztu nabycia netto (zob. tabela 1), ale wystąpiły poważne problemy z jego stosowaniem w praktyce w państwach członkowskich UE⁶. W 2000 r. Eurostat uruchomił program pilotażowy, którego celem było zachęcenie państw członkowskich UE do zbadania możliwości opracowania takiego wskaźnika. W latach 2013 i 2016 instytucje unijne przyjęły dwa rozporządzenia – jedno z nich stanowiło podstawę prawną do opracowywania kwartalnego wskaźnika OOH opartego na metodzie kosztu nabycia netto (Komisja Europejska 2013), a drugie wprowadziło wymogi dotyczące opracowywania i publikowania tego wskaźnika (Parlament Europejski i Rada 2016). Ostatnie z tych rozporządzeń zobowiązywało Komisję do przygotowania do końca 2018 r. raportu oceniającego, czy wskaźnik OOH może zostać włączony do HICP (Komisja Europejska 2018).

W kontekście planowanego włączenia kosztów mieszkaniowych do wskaźnika HICP należy na wstępie wspomnieć o dwóch kwestiach. Pierwsza z nich to wymogi prawne. Zgodnie z ww. rozporządzeniem z 2016 r., HICP opiera się na „zmianach cen i wagach produktów, które objęte są wydatkami pieniężnymi na spożycie w sektorze gospodarstw domowych”, tj. powinien być skoncentrowany na transakcjach pieniężnych oraz celach konsumpcyjnych. Ponadto rozporządzenie zobowiązuje państwa członkowskie do przekazywania Eurostatowi wskaźnika HICP i jego po-

⁶ Głównymi problemami leżącymi u podstaw wyłączenia tej składowej był brak jednolitej metodyki UE i odpowiednich danych we wszystkich państwach członkowskich UE. Koszty mieszkaniowe są uwzględnione w krajowym wskaźniku inflacji w Niemczech, ale nie są uwzględnione w innych krajach, np. w Belgii, Francji, Włoszech czy Hiszpanii. Niemcy zawsze opowiadały się za ujednoczeniem pomiaru wskaźnika OOH i włączeniem go do wskaźnika HICP (Bundesbank 2021). Z drugiej strony zwraca się uwagę, że koszty mieszkaniowe są uwzględniane we wskaźnikach inflacji większości rozwiniętych państw na świecie (Gros i Shamsfakhr 2021).

szczególnych wskaźników częściowych w interwałach miesięcznych. Druga kwestia to definicja kosztów mieszkaniowych i ich znaczenie. Koszty te związane są z różnymi aspektami zamieszkiwania w domu lub mieszkaniu (zakup, posiadanie, utrzymanie itp.). Obecnie wskaźnik HICP obejmuje tylko niektóre zmiany cen w zakresie wydatków mieszkaniowych (koszty utrzymania, drobne naprawy i inne koszty bieżące, ponoszone zarówno przez najemców, jak i właścicieli⁷), podczas gdy generalnie koszty mieszkaniowe stanowią znaczną część (około 13%) konsumpcji gospodarstw domowych w strefie euro (EBC 2021e)). Jednak opinie dotyczące znaczenia tych kosztów są podzielone. Niektórzy autorzy uważają, że koszty mieszkaniowe są bardzo istotne i pomocne w postrzeganiu inflacji przez konsumentów (Döhrring i Mordonu 2007; Abildgren i Kuchler 2019; Zekaitė 2020), natomiast inni oceniają je jako raczej nieistotne (Aucremanne i in. 2007; Del Giovane i in. 2009). Istnieją także opinie, że włączenie kosztów mieszkaniowych do wskaźnika HICP może mieć zróżnicowany wpływ na poszczególne państwa strefy euro (Dany-Knedlik i Papadia 2021).

Istnieje wiele metod pomiaru kosztów mieszkaniowych w ramach wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (zob. tabela 1). Najważniejsze z nich to:

- **metoda kosztu nabycia netto** (ang. *net acquisition approach*),
- **metoda użytkownika** (ang. *use approach*) – obejmująca metodę kosztów użytkownika i metodę czynszów imputowanych,
- **metoda płatności** (ang. *payment approach*).

W opinii Eurostatu wszystkie powyższe metody są oparte na solidnych założeniach i mają podstawy ekonomiczne. Wszystkie mają zarówno zalety, jak i wady, w zależności od szczegółowej formuły wskaźnika czy potrzeb użytkownika w zakresie pomiaru inflacji. Niemniej jednak, mając na uwadze kluczowe właściwości metody kosztu nabycia netto (wydatki związane z rzeczywistymi transakcjami pieniężnymi, brak potrzeby korzystania z cen kalkulacyjnych itp.), metoda ta została uznana za najbardziej odpowiednią do celów HICP (Eurostat 2017).

Według Komisji Europejskiej istnieją dwa kluczowe kryteria oceny, czy wskaźnik OOH nadaje się do włączenia do zakresu wskaźnika HICP:

- koncepcyjne – konieczność uwzględnienia rzeczywistych transakcji pieniężnych oraz kwestia włączenia aktywów do zakresu HICP (budynki mieszkalne, grunty⁸);
- praktyczne – możliwość opracowania wskaźnika zgodnie ze standardami HICP w zakresie częstotliwości i aktualności (w odstępach miesięcznych).

⁷ Według EBC średnia waga czynszów płaconych właścicielom przez najemców wynosi około 7% w strefie euro (i około 10% w Holandii i Niemczech).

⁸ Obecnie wskaźnik OOH uwzględnia pełną cenę transakcyjną związaną z zakupem lokali mieszkalnych, tj. budynku lokalu mieszkalnego i gruntu, na którym się znajduje. W teorii potencjalnym rozwiązaniem dla wskaźnika OOH mogłoby być wyłączenie komponentu gruntu z wag i cen wskaźnika, ale w praktyce byłoby to bardzo trudne (Eurostat 2017; Komisja Europejska 2018).

Tabela 1. Podstawowe metody pomiaru kosztów mieszkaniowych

| Główne zastosowanie wskaźnika cen (CPI) | Definicja kosztów mieszkaniowych w danej metodzie | Składowe wskaźnika cen | Uwagi |
|---|---|--|---|
| Metoda kosztu nabycia netto | | | |
| Pozwala na pomiar zmiany w czasie całkowitych wydatków związanych ze wszystkimi transakcjami pieniężnymi dokonywanymi przez gospodarstwa domowe w celu nabycia towarów i usług na potrzeby konsumpcyjne | Koszt nabycia lokalu mieszkalnego przez gospodarstwo domowe na własne potrzeby | <ul style="list-style-type: none"> • Środki pieniężne wydane na zakup lokali mieszkalnych • Opłaty lokalne i inne opłaty związane z zakupem lub budową • Istotne naprawy i konserwacja • Ubezpieczenia związane z lokalami mieszkalnymi | Metoda bardziej zgodna z definicją „wskaźnika inflacji”. Brak potrzeby korzystania z cen kalkulacyjnych. |
| Metoda użytkowania | | | |
| Pozwala na pomiar zmiany w czasie całkowitej wartości wszystkich towarów i usług konsumowanych przez gospodarstwa domowe | Koszt alternatywny związany z wykorzystaniem lokalu mieszkalnego na własne potrzeby przez gospodarstwo domowe | <ul style="list-style-type: none"> • Naprawy i konserwacja • Ubezpieczenie • Opłaty lokalne i inne opłaty związane z zakupem lub budową • Płatności odsetek hipotecznych • Amortyzacja lokali mieszkalnych • Koszt alternatywny dotyczący innych potencjalnych inwestycji | Metoda bardziej zgodna ze wskaźnikiem kosztów utrzymania (<i>Cost-Of-Living Index – COLI</i>). Konieczność korzystania z cen kalkulacyjnych. |
| Metoda płatności | | | |
| Mierzy zmianę w czasie wszystkich płatności dokonywanych przez gospodarstwa domowe za wszystkie towary i usługi | Nakłady pieniężne związane z lokalem mieszkalnym | <ul style="list-style-type: none"> • Środki pieniężne wydane na zakup lokali mieszkalnych • Opłaty lokalne i inne opłaty związane z zakupem lub budową • Ubezpieczenia związane z lokalami mieszkalnymi • Naprawy i konserwacja • Płatności odsetek hipotecznych • Raty kredytu hipotecznego | Metoda bardziej odpowiednia dla oceny dochodu pieniężnego (również dla wskaźnika COLI). Brak potrzeby korzystania z cen kalkulacyjnych. |

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat (2017).

Wskaźnik OOH częściowo spełnia pierwsze kryterium, gdyż koncentruje się na rzeczywistych transakcjach pieniężnych, ale włączenie kosztu zakupu mieszkań (zarówno budynków, jak i gruntów) do zakresu HICP jest dość kontrowersyjne. Opinie na temat tego, czy koszt budynku i koszt gruntu powinny być traktowane jako wydatki konsumpcyjne (a zatem włączone do wskaźnika cen konsumpcyjnych), czy też jako aktywa trwałe (wyłączone z jego zakresu), są podzielone nawet w oficjalnych statystykach krajowych. Jeśli chodzi o drugie kryterium, to wskaźnik HICP jest obliczany co miesiąc i publikowany 15 dni po zakończeniu miesiąca, a wskaźnik OOH jest obliczany kwartalnie i publikowany 100 dni po zakończeniu kwartału. Z tego względu uznano, że wskaźnik OOH nie nadaje się do włączenia do wskaźnika HICP (Komisja Europejska 2018).

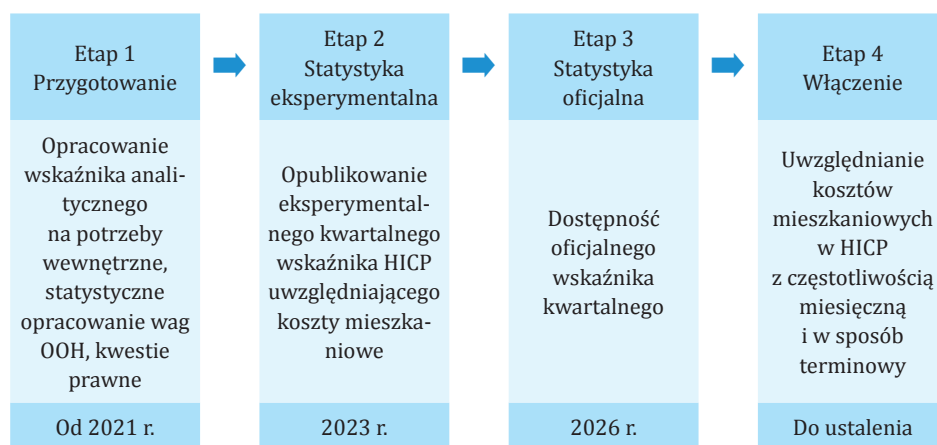
Mając świadomość powyższej opinii Komisji, a także faktu, że jakość wskaźnika HICP jako miary inflacji jest stale podnoszona przez Eurostat i urzędy statystyczne państw członkowskich UE⁹, EBC jest zdania, że HICP wymaga udoskonalenia, ponieważ nie ma przekonujących dowodów na to, że błąd pomiaru HICP (ang. *measurement bias*) został istotnie zmniejszony od ostatniego przeglądu strategii (EBC 2021e). W opinii Rady Prezesów można to osiągnąć włączając koszty mieszkaniowe do formuły wskaźnika HICP. Poprawiłoby to zarówno reprezentatywność wskaźnika HICP/HICP-H (wskaźnik HICP rozszerzony o wskaźniki OOHPI Eurostatu – zob. dalej), jak i jego transgraniczną porównywalność (gdyż znaczenie kosztów mieszkaniowych istotnie różni się w poszczególnych państwach strefy euro).

Jeżeli chodzi o nową formułę wskaźnika HICP-H to w raporcie z ostatniego przeglądu strategii EBC przeanalizowano dwie opcje, tj. metodę kosztu nabycia netto (ang. *NA approach – net acquisition*) oraz metodę czynszów imputowanych (ang. *RE approach – rental equivalence*). Pierwsza metoda oparta jest na rzeczywistych cenach transakcyjnych zakupu nowych lokali mieszkalnych, natomiast druga metoda wykorzystuje kalkulacyjne koszty mieszkaniowe oparte na czynszach porównywalnych lokali mieszkalnych. Po przeanalizowaniu zalet i wad obu opcji stwierdzono, że metoda kosztu nabycia netto może stanowić dobrą podstawę do włączenia kosztów mieszkaniowych do formuły wskaźnika HICP, tym bardziej, że Eurostat publikuje już kwortalne wskaźniki cen OOH oparte na tej metodzie (tzw. wskaźniki OOHPI dla krajów strefy euro). Mogą one być punktem wyjścia do dalszych prac nad opracowaniem formuły wskaźnika HICP-H. Problemem są jednak nietożsame interwały ich obliczania (OOHPI – kwartalnie, HICP – miesięcznie), a także terminy ogłaszania obu wskaźników – znacznie późniejsze w przypadku OOHPI (EBC 2021e). Z drugiej strony, istnieją opinie, że jednak metoda czynszów imputowanych – zbliżona do podejścia stosowanego w USA – byłaby lepsza niż metoda kosztu nabycia netto (Whelan 2021).

⁹ Jakość wskaźnika HICP została udoskonalona w następujących kwestiach: reprezentatywności rzeczywistych zmian cen, porównywalności w czasie i krajach, publikacji w bardziej terminowy sposób, dostępności danych itp. (EBC 2021e).

Rada Prezesów zaleciła opracowanie harmonogramu prac obejmującego cztery etapy (zob. rysunek 1). Na ostatnim etapie będzie możliwe stosowanie wskaźnika HICP-H jako głównego wskaźnika polityki pieniężnej w strefie euro. Natomiast w okresie przejściowym kwartalny wskaźnik OOH byłby traktowany jako dodatkowa miara oceny wpływu kosztów mieszkaniowych na inflację (EBC 2021c). Oczekuje się, że koszty mieszkaniowe będą stanowić około 10% zmodyfikowanego wskaźnika HICP (Bundesbank 2021). Istnieją również opinie, że działania przewidziane w harmonogramie EBC powinny ulec przyśpieszeniu ze względu na silną presję inflacyjną będącą efektem pandemii (Bonatti i Fracasso 2021).

Rysunek 1. Etapy prac nad włączeniem wskaźnika OOH do zakresu wskaźnika HICP



Źródło: opracowanie własne na podstawie EBC (2021c).

3. Banki centralne a gospodarcze skutki zmian klimatycznych

Analiza porównawcza nowej strategii polityki pieniężnej EBC z poprzednimi strategiami z lat 1998 i 2003 wskazuje, że wprowadzone zmiany mają głównie charakter ewolucyjny, a nie rewolucyjny. To co jest istotnym *novum* to uwzględnienie kwestii klimatycznych w procesie podejmowania decyzji z zakresu polityki pieniężnej (w ramach mandatu EBC¹⁰). Takie podejście jest zgodne z polityką klimatyczną UE, ale bywa uznawane za kontrowersyjne.

W pracach nad nową strategią EBC korzystano z raportów przygotowanych przez kilka zespołów eksperckich. Jednym z nich był zespół zajmujący się zmianami

¹⁰ Artykuł 127 Traktatu o funkcjonowaniu UE (dotyczący podstawowego celu Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC), jakim jest utrzymanie stabilności cen) odnosi się do art. 3 Traktatu o UE, który wskazuje kluczowe cele UE – jednym z nich jest „wysoki poziom ochrony i poprawy jakości środowiska”. W związku z tym przyczynianie się do osiągnięcia tego celu można uznać za jeden z dodatkowych celów EBC/ESBC (bez uszczerbku dla celu podstawowego).

klimatycznymi. W raporcie tego zespołu (EBC 2021f) przedstawiono wiele argumentów zarówno za, jak i przeciw zaangażowaniu banków centralnych w kwestie klimatyczne. Z raportu wynika, że zmiany klimatyczne mogą wpływać na ogólną sytuację makroekonomiczną (aktywność gospodarczą, inflację, rynki finansowe itp.) głównie dwoma kanałami:

- **ryzyko fizyczne** – wynikające z procesu globalnego ocieplenia, ekstremalnych zjawisk pogodowych i klęsk żywiołowych (huragany, powodzie, upały, susze itp.) czy katastrof ekologicznych;
- **ryzyko transformacyjne** – związane z rosnącymi kosztami regulacyjnymi emisji dwutlenku węgla (co może zachęcać do inwestycji w technologie niskoemisyjne).

Jeśli chodzi o wpływ zmian klimatycznych na gospodarkę UE, to istnieje wysoki stopień niepewności oraz zróżnicowane poglądy i wyniki analiz w tym zakresie. Zarówno koncepcje teoretyczne, jak i badania empiryczne, wskazują, że konsekwencje społeczno-gospodarcze i straty ekonomiczne wynikające ze zmian klimatu będą się zwiększać, zwłaszcza w perspektywie długookresowej, a ponadto będą nierównomiernie rozłożone terytorialnie, branżowo czy w różnych grupach społecznych. Badania teoretyczne nad fizycznymi skutkami zmian klimatu wskazują na ich stosunkowo silny negatywny wpływ na globalny PKB, choć skala zależy od przyjmowanego scenariusza i waha się od 1% do 62% (Dietz i Stern 2015; Nordhaus 2017). Z kolei badania empiryczne wskazują, że zmiany klimatyczne będą mieć prawdopodobnie ograniczony wpływ na Europę w ciągu najbliższych kilku dekad, choć i tutaj wpływ ten nie będzie taki sam dla poszczególnych krajów. Szacunki wskazują, że zmiany klimatyczne będą powodować zmniejszenie dochodów lub obniżenie realnego PKB na mieszkańca w skali od 1% do 7%, w zależności od scenariusza (Tol 2018; Kahn i in. 2019 i 2021). Przestrzenny rozkład strat będzie kilkakrotnie większy w południowej Europie niż w jej północnej części (EBC 2021f).

Jeśli chodzi o wpływ na inflację, to zmiany klimatyczne i ekstremalne zjawiska pogodowe przekładają się głównie na ceny żywności, ale także na popyt i podaż energii, co z kolei wpływa na ceny innych produktów i usług. Analizy wskazują, że klęski żywiołowe miały dotychczas znacznie mniejszy wpływ w państwach rozwiniętych, a dużo poważniejszy w krajach rozwijających się (Parker 2017). Istnieją też badania, które wskazują, że bardzo gorące lata będą mieć znaczący wpływ na ceny w perspektywie średniookresowej (EBC 2021f).

Zmiany klimatyczne mogą również prowadzić do masowych migracji mających konsekwencje dla zdrowia i życia migrantów, co z kolei może mieć wpływ na podaż pracy, strukturalne bezrobocie lub zmiany wydajności pracy (Seppänen i in. 2006; Heal i Park 2016; Hsiang i in. 2017; Bamber i in. 2019). Inni badacze nie stwierdzili jednak istotnego wpływu zmian klimatycznych (np. szoków termicznych) na wydajność pracy (Letta i Tol 2019).

Ponadto zmiany klimatyczne i ekstremalne zjawiska pogodowe mogą stanowić obciążenie dla finansów publicznych, choć badania empiryczne wskazują na raczej ograniczone skutki budżetowe (Heipertz i Nickel 2008; Lis i Nickel 2010; Melecky

i Raddatz 2011). Skutki te można znacząco zmniejszyć podejmując z wyprzedzeniem stosowne działania zapobiegawcze (Catalano i in. 2020). Oprócz ekstremalnych zjawisk pogodowych również opóźniona transformacja energetyczna będzie mieć negatywny wpływ na finanse publiczne w perspektywie długookresowej w porównaniu z uporządkowaną transformacją (EBC 2021f).

Eksperci identyfikują wiele kanałów oddziaływania, za pośrednictwem których zmiany klimatyczne mogą wpływać na europejską gospodarkę. Wskazują na potencjalne szoki podażowe (żywność, energia, zasoby kapitałowe, technologia) i popytowe (energia, inwestycje, konsumpcja, handel), a także zagregowany wpływ na produkcję i zmienne nominalne (PKB, płace, inflacja) (Batten 2018). Istnieją także opinie, że ryzyko klimatyczne może wpływać na mechanizm transmisji polityki pieniężnej za pośrednictwem rynków finansowych i sektora bankowego. Głównymi kanałami w tym zakresie są: stopy procentowe, kredyty i pożyczki (bankowe i poza-bankowe), ceny aktywów, kurs walutowy, a także oczekiwania (zob. tabela 2).

Istnieje wiele ograniczeń, na które napotykają banki centralne w działaniach na rzecz przeciwdziałania skutkom zmian klimatycznych. Najważniejsze z nich można podsumować w następujący sposób (Boneva i in. 2021):

- **Naruszenie podstawowego zakresu mandatu banku centralnego.** Większość banków centralnych nie ma w swoich mandatach żadnego bezpośredniego odniesienia do kwestii środowiskowych, co budzi wątpliwości, czy mają one podstawę, aby wykorzystywać narzędzia polityki pieniężnej do wspierania celów związanych ze zrównoważonym rozwojem (Dikau i Volz 2021). Część banków centralnych ma pośredni mandat do wspierania działań rządu swojego kraju, ale istnieją wątpliwości, czy jest to wystarczające, aby banki centralne odgrywały aktywną rolę w zakresie spraw klimatycznych (Solana 2018; Schoemaker 2021).
- **Zagrożenie niezależności lub przekroczenie kompetencji.** Wyzwania wynikające ze zmian klimatycznych mają wyraźny wymiar polityczny, w związku z czym politycy (wybierani i odpowiedzialni przed swoimi wyborcami) są lepiej niż banki centralne umocowani do zajmowania się kwestiami związanymi z klimatem, organizowania niezbędnych debat społecznych (np. na temat zmian w zakresie produkcji i nawyków konsumpcyjnych) itp.
- **Zakłócenia na rynkach finansowych.** Istnieją opinie, że „zazielenianie” polityki pieniężnej może prowadzić do zakłóceń na rynkach finansowych, w szczególności biorąc pod uwagę obecny niedobór tzw. zielonych obligacji (Schnabel 2020 i 2021). Brakuje powszechnie akceptowanych standardów rynkowych określających, co należy uznawać za inwestycje „zielone” lub „nieekologiczne”. Banki centralne mogłyby opracować swoje wewnętrzne definicje i klasyfikacje w tym zakresie, ale jednocześnie mogłyby być wówczas oskarżane o arbitralną dyskryminację lub faworyzowanie niektórych branż w stosunku do innych.
- **Publiczna krytyka przyznania nadmiernych uprawnień bankowi centralnemu.** Jeśli banki centralne publicznie komunikują pilną potrzebę „zazielenienia” systemu finansowego, może to być postrzegane jako działania mające na celu przyznanie im większego zakresu zadań i szerszych uprawnień.

- **Kreowanie nadmiernych oczekiwań.** Jeśli banki centralne przedstawiają się publicznie jako liderzy w zakresie spraw klimatycznych, może to prowadzić do podsycania nadmiernych oczekiwań dotyczących tego, co naprawdę są one w stanie osiągnąć. Istnieją wątpliwości, czy polityka pieniężna może być użyteczna w przeciwdziałaniu zmianom klimatycznym. Niedawne badania wskazują, że działania banków centralnych mają bardzo ograniczony wpływ na zmniejszenie emisji dwutlenku węgla i osiągnięcie celów klimatycznych (Ferrari i Nispi Landi 2020; Ferrari i Pagliari 2021).

Tabela 2. Kanały transmisji polityki pieniężnej a potencjalny wpływ zmian klimatycznych

| Kanał transmisji | Ryzyko fizyczne wynikające z globalnego ocieplenia, ekstremalnych zjawisk pogodowych i klęsk żywiołowych | Ryzyko transformacyjne wynikające z działań na rzecz redukcji emisji dwutlenku węgla, cen uprawnień do emisji itp. |
|--------------------------------|--|--|
| Kanał stóp procentowych | Pozaadsetkowe czynniki kosztowe nabierają znaczenia, osłabiając reakcje w zakresie inwestycji i oszczędności na zmiany stóp procentowych. | Niepewność dotycząca czasu i szybkości reakcji władz zwiększa premię za ryzyko, a także zmienność. Występuje wpływ na naturalną stopę procentową. |
| Kanał kredytowy | Straty finansowe zmniejszają zdolność kredytową pożyczkobiorców, zabezpieczenia bankowe i rentowność. Skala kredytów zagrożonych ogranicza ogólną podaż kredytów. Niepewność ogranicza bankom rynkową dostępność finansowania. | Straty finansowe zmniejszają zdolność kredytową pożyczkobiorców, zabezpieczenia bankowe i rentowność. Skala kredytów zagrożonych ogranicza ogólną podaż kredytów. Niepewność ogranicza bankom rynkową dostępność finansowania. |
| Kanał cen aktywów | Ryzyko fizyczne obniża wartość nieruchomości mieszkalnych. Straty finansowe obniżają wyceny firm. | Popyt zmienia się w różnych sektorach i regionach. Rośnie wolumen tzw. aktywów osieroconych (<i>stranded assets</i>), np. paliw kopalnych. |
| Kanał kursu walutowego | Istnieją zachęty do dewaluacji w celu osiągnięcia krótkoterminowego wzrostu konkurencyjności. Występuje także ogólna wyższa zmienność. | Tzw. graniczna opłata węglowa (<i>carbon border adjustment</i>) może zakłócić szlaki handlowe i globalne łańcuchy wartości. |
| Kanał oczekiwań | Polityka pieniężna staje się mniej przewidywalna z uwagi na niepewność dotyczącą utrzymywania się wstrząsów gospodarczych. Niejasne oczekiwania w zakresie podaży i popytu. | Niewłaściwie rozłożona w czasie polityka transformacyjna zmniejsza wiarygodność polityki pieniężnej i skuteczność komunikacji społecznej banku centralnego w zakresie planowanych działań (<i>forward guidance</i>). |

Źródło: EBC (2021f).

Biorąc pod uwagę powyższe ograniczenia, rządy powinny odgrywać wiodącą rolę w polityce przeciwdziałania skutkom zmian klimatycznych, natomiast banki centralne mogłyby pełnić w tym zakresie funkcję wspierającą. Istnieją opinie, że nawet jeśli polityka pieniężna nie jest w stanie samodzielnie przyczynić się do przeciwdziałania zmianom klimatycznym, to może być użyteczna w przyśpieszeniu „zielonej transformacji”, zwłaszcza jeśli będzie wspierana przez politykę fiskalną, regulacje itp. (Annicchiarico i Di Dio 2015; Ferrari i Pagliari 2021; Benmir i Roman 2020; Boneva i in. 2021).

4. Zaangażowanie EBC w kwestie klimatyczne

Uwzględniając kontekst systemowy oraz uregulowania normatywne, Rada Prezesów jest przekonana, że EBC i Eurosystem powinny być zaangażowane w kwestie klimatyczne, gdyż jest to globalne wyzwanie cywilizacyjne, a także priorytet polityki UE po uchwaleniu Europejskiego Zielonego Ładu w grudniu 2019 r. Jednocześnie Rada Prezesów przyznaje, że to rządy ponoszą główną odpowiedzialność i posiadają właściwe narzędzia w zakresie przeciwdziałania skutkom zmian klimatycznych, ale EBC i narodowe banki centralne nie mogą być wyłączone z realizacji przyjętych programów z uwagi na fakt, że zmiana klimatu oraz związane z tym ryzyko fizyczne i transformacyjne wpływają na stabilność cen, mechanizm transmisji polityki pieniężnej, stabilność finansową, aktywa bilansowe Eurosystemu itp.

EBC zamierza udoskonalić swoje modele makroekonomiczne, w których wykorzystuje się rozległe bazy danych ekonomicznych, ale brakuje tam odpowiednich danych dotyczących klimatu. Problemem jest także horyzont czasowy modeli makroekonomicznych, który jest znacznie krótszy niż w przypadku analiz klimatycznych. Warto dodać, że większość banków centralnych nie ma systemów integrujących modele makroekonomiczne i klimatyczne, choć niektóre z nich¹¹ zaczęły opracowywać takie rozwiązania w celu lepszego szacowania makroekonomicznych skutków ryzyka klimatycznego (EBC 2021f).

W lipcu 2021 r. – ogłaszając nową strategię polityki pieniężnej EBC – Rada Prezesów ogłosiła również plan działania w zakresie klimatu (ang. *climate-related action plan*) wraz ze szczegółowym harmonogramem na lata 2021–2024 (EBC 2021d). Plan działania i harmonogram nakreślają najważniejsze przedsięwzięcia EBC mające na celu odpowiednie odzwierciedlenie kwestii klimatycznych w jego polityce pieniężnej. Ponadto na początku 2021 r. w EBC zostało utworzone Centrum ds. Zmian Klimatu (EBC 2021a). Ma ono koordynować działania związane z klimatem zarówno wewnątrz organizacji (w ramach EBC), jak i na zewnątrz (w ramach Eurosystemu). Działania Centrum koncentrować się będą na:

¹¹ Na przykład Bank Anglii, Bank Kanady, Bank Holandii czy Bank Francji (zob. Scott i in. 2017; Ens i Johnston 2020; Vermeulen i in. 2018; Allen i in. 2020).

- modelach makroekonomicznych i ocenie wpływu zmian klimatycznych na mechanizm transmisji polityki pieniężnej,
- danych statystycznych potrzebnych do analizy ryzyka związanego ze zmianą klimatu,
- udostępnianiu informacji o warunkach kwalifikacji aktywów jako zabezpieczenie i do skupu aktywów,
- doskonaleniu metod oceny ryzyka,
- opracowaniu zasad dotyczących zabezpieczeń¹²,
- skupie aktywów sektora przedsiębiorstw¹³.

Jednym z kluczowych elementów planu działania i harmonogramu EBC jest klimatyczny test warunków skrajnych w gospodarce (ang. *economy-wide climate stress test*). Jego celem jest ocena odporności europejskich i globalnych przedsiębiorstw oraz banków na ryzyko fizyczne i transformacyjne (na podstawie różnych założeń dotyczących przyszłej polityki klimatycznej). Zakres tego testu znacznie się rozszerzył w porównaniu z testami z lat wcześniejszych. W 2021 r. objął on około 4 mln podmiotów z całego świata i 1600 skonsolidowanych grup bankowych w strefie euro. Wyniki testu opublikowano we wrześniu 2021 r., a syntetycznie można je przedstawić w następujący sposób: istnieją korzyści wynikające z wczesnego przygotowania się do zmian klimatycznych, skutki ryzyka klimatycznego mogą być skoncentrowane w niektórych regionach i sektorach, ryzyko fizyczne będzie wzrastać w przypadku braku przechodzenia na bardziej ekologiczną gospodarkę, spodziewane straty banków mogą być istotne i spowodowane głównie ryzykiem fizycznym (Alogoskoufis i in. 2021).

Metody przeprowadzenia testu EBC oraz jego wyniki będzie można wykorzystać podczas planowanego na 2022 r. testu warunków skrajnych dotyczących bilansu Eurosystemu – mającego na celu ocenę jego ekspozycji na ryzyko związane ze zmianami klimatycznymi. Będą również przydatne w nadzorczym teście warunków skrajnych dotyczącym poszczególnych banków bezpośrednio nadzorowanych przez EBC – zwanym też testem warunków skrajnych w zakresie ryzyka klimatycznego (ang. *Climate Risk Stress Test – CST*)¹⁴. Jednym z jego głównych celów jest

¹² We wrześniu 2020 r. EBC zdecydował, że obligacje z kuponami powiązane z celami zrównoważonego rozwoju będą mogły być kwalifikowane jako zabezpieczenie banku centralnego od 1 stycznia 2021 r. (EBC 2020).

¹³ W lutym 2021 r. banki centralne Eurosystemu (w tym EBC) uzgodniły wspólne stanowisko w sprawie zasad zrównoważonego i odpowiedzialnego inwestowania uwzględniającego kwestie klimatyczne – w odniesieniu do denominowanych w euro portfeli niezwiązanych z polityką pieniężną (EBC 2021b). Uzupełnienie tej decyzji nastąpi w pierwszym kwartale 2023 r., kiedy to EBC planuje rozpoczęcie udostępniania informacji dotyczących kwestii klimatycznych w ramach programu skupu aktywów sektora przedsiębiorstw (CSPP).

¹⁴ Stosowane są również inne nazwy, np. 2022 ECB Climate Risk Stress Test (gdyż EBC ma być koordynatorem tego ćwiczenia) lub 2022 SSM Climate Risk Stress Test (gdyż ćwiczenie to ma być prowadzone w ramach Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego – Single Supervisory Mechanism). Jednolity Mechanizm Nadzorczy (SSM) to system nadzoru bankowego, który obejmuje EBC i krajowe organy nadzoru z państw strefy euro. EBC sprawuje bezpośredni nadzór nad 113 istotnymi bankami z państw strefy euro, które posiadają około 82% aktywów bankowych w tych krajach (EBC 2021h).

rozwijanie zdolności banków i organów nadzoru do identyfikowania oraz oceny ryzyka klimatycznego. Zgodnie z metodyką ogłoszoną przez EBC w październiku 2021 r. (EBC 2021g; Walter 2021), ćwiczenie będzie prowadzone od marca do lipca 2022 r. i będzie składać się z następujących trzech modułów:

- główny kwestionariusz jakościowy,
- wskaźniki ryzyka klimatycznego (wzajemna analiza porównawcza),
- oddolne prognozy testu warunków skrajnych.

Moduły te zostały scharakteryzowane w tabeli 3.

Tabela 3. Metodyka i zakres klimatycznego testu warunków skrajnych (CST) planowanego na 2022 r.

| Moduł 1 Główny kwestionariusz jakościowy | Moduł 2 Wskaźniki ryzyka klimatycznego (wzajemna analiza porównawcza) | Moduł 3 Oddolne prognozy testu warunków skrajnych |
|--|---|--|
| <p>Ma na celu ocenę, w jaki sposób banki rozwijają swoje zdolności w zakresie klimatycznych testów warunków skrajnych, które można wykorzystać jako narzędzie zarządzania ryzykiem.</p> <p>Co do zasady pytania zawarte w ankiecie dotyczą jakościowych informacji na temat obecnych praktyk banku, tj. <i>status quo</i> w momencie przeprowadzania testu warunków skrajnych.</p> <p>Kwestionariusz składa się z 11 bloków. Bloki od 1 do 10 dotyczą wewnętrznych procedur banku w zakresie testowania warunków skrajnych. Blok 11 dotyczy założeń opracowanych przez bank w kontekście planowanego ćwiczenia CST 2022.</p> | <p>Ma na celu porównanie banków na podstawie wspólnego zestawu mierników dotyczących ryzyka klimatycznego.</p> <p>Mierniki mają na celu ocenę ekspozycji banków na firmy wysokoemisyjne, tj. określenie, w jakim stopniu banki opierają się na dochodach z wysokoemisyjnych gałęzi przemysłu i jaka wielkość emisji gazów cieplarnianych jest finansowana przez banki.</p> <p>Banki proszone są o podział swoich ekspozycji pomiędzy 22 branże. W załączonej nocioie mają także przedstawić informacje na temat działań podjętych przez dany bank w przeszłości w celu sfinansowania tzw. zielonej transformacji.</p> | <p>Dotyczą ryzyka fizycznego i ryzyka transformacyjnego.</p> <p>Mają na celu ocenę, w jaki sposób ekstremalne zjawiska pogodowe wpłyną na banki w kolejnym roku, jak podatne są banki na gwałtowny wzrost opłat za emisję dwutlenku węgla w ciągu najbliższych 3 lat, jak banki zareagują na scenariusze transformacji w ciągu najbliższych 30 lat itp.</p> <p>Test warunków skrajnych uwzględni wpływ ryzyka transformacyjnego opartego na ryzyku kredytowym i ryzyku rynkowym. Bilans statyczny służy do oceny krótkookresowych podatności (słabych punktów), podczas gdy bilans dynamiczny powinien zostać wykorzystany do stworzenia strategii długookresowej.</p> |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EBC (2021g) i Walter (2021).

Plan działania EBC w zakresie klimatu wpisuje się w politykę klimatyczną UE i niedawne unijne inicjatywy dotyczące udostępniania informacji, ich klasyfikacji, a także sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego podejścia do środowiska. W szczególności uwzględnia on:

- rozporządzenie w sprawie udostępniania informacji (przyjęte w listopadzie 2019 r.) – ustanawiające obowiązki w zakresie udostępniania informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju w sektorze usług finansowych (Komisja Europejska 2019);
- rozporządzenie w sprawie taksonomii (przyjęte w czerwcu 2020 r.) – określające warunki, jakie musi spełniać dana działalność gospodarcza, aby mogła zostać zakwalifikowana jako zrównoważona pod względem środowiskowym (Komisja Europejska 2020);
- dyrektywę w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw dotyczącej zrównoważonego rozwoju (projekt przyjęty w kwietniu 2021 r.¹⁵) – ustanawiającą unijne przepisy zobowiązujące duże przedsiębiorstwa do publikowania regularnych raportów na temat społecznych i środowiskowych skutków ich działalności (Komisja Europejska 2021).

Podsumowanie

Poprzedni przegląd strategii polityki pieniężnej EBC został przeprowadzony 18 lat temu. Od tamtego czasu na świecie miało miejsce wiele ważnych zdarzeń gospodarczych, a otoczenie makroekonomiczne uległo znacznym zmianom. 18-letni okres realizacji strategii w kontekście burzliwych wydarzeń w otoczeniu w naturalny sposób wymagał kolejnego jej przeglądu i ewentualnej weryfikacji. Stanowi też przesłankę do częstszego dokonywania przeglądów w przyszłości, np. w około 5-letnich interwałach, co nie wyklucza doraźnych przeglądów ze względu na wystąpienie krytycznych zdarzeń w gospodarce. Byłoby to zbieżne z podejściem amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która w 2020 r. – po zakończeniu przeglądu swojej strategii polityki pieniężnej – ogłosiła, że będzie dokonywać jej publicznego przeglądu mniej więcej co 5 lat.

Zmiany wprowadzone w strategii polityki pieniężnej EBC w 2021 r. to podejście zrównoważone łączące w sobie zarówno cechy kontynuacji, jak i zmiany. Kluczowe elementy strategii zostały utrzymane lub nieznacznie zmodyfikowane, ale jednocześnie zostały zaproponowane pewne korekty, a także całkowite nowości.

Jeśli chodzi o zmiany, to bardzo ważna jest decyzja Rady Prezesów o włączeniu kosztów mieszkaniowych do zakresu wskaźnika HICP. Koszty te stanowią znaczną część konsumpcji gospodarstw domowych w strefie euro, ale obecnie HICP obejmuje jedynie niektóre zmiany cen związane z kosztami mieszkaniowymi. W związku

¹⁵ W grudniu 2021 r. wniosek legislacyjny Komisji Europejskiej zawierający projekt dyrektywy CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) był omawiany w Parlamencie Europejskim. Dyrektywa ta ma zostać przyjęta do końca 2022 r. i wejść w życie w 2023 r. (wstępny harmonogram).

z tym nowa formuła HICP poprawiłaby zarówno jego reprezentatywność (wydatki na mieszkalnictwo stanowią bowiem dużą część wydatków konsumpcyjnych), jak i jego porównywalność w wymiarze transgranicznym (obecnie znaczenie kosztów mieszkaniowych różni się znacznie w poszczególnych państwach strefy euro).

Będzie to zapewne trudne zadanie, biorąc pod uwagę fakt, że w niektórych państwach członkowskich nie ma odpowiednich baz danych potrzebnych do opracowania zharmonizowanej metodyki liczenia w UE. Niemniej jednak Eurostat publikuje już kwartalne wskaźniki dotyczące kosztów mieszkaniowych (tzw. wskaźniki OOHPI), co może być punktem wyjścia do dalszych prac nad rozszerzeniem zakresu wskaźnika HICP, a także nad procedurami jego wyliczania i publikowania (częstotliwość i terminy). Wyzwania metodyczne i organizacyjne sprawiły, że EBC zaproponował 5-letni harmonogram działań w tym zakresie. Koszty mieszkaniowe powinny być uwzględniane nie tylko we wskaźniku inflacji dla całej strefy euro (HICP), ale także we wskaźnikach cen konsumpcyjnych (CPI) krajów UE, zwłaszcza tych, w których jeszcze ich nie uwzględniono. Zrealizowanie przyjętych założeń i harmonogramu poprawiłoby harmonizację HICP i CPI.

Pomimo wskazanego zrównoważonego podejścia do aktualizacji strategii polityki pieniężnej, elementem zupełnie nowym czy wręcz innowacyjnym jest włączenie kwestii klimatycznych w zakres tej polityki. Oznacza to zwiększanie spójności polityki UE i EBC w tym obszarze, choć niekiedy uważane jest ono za dość kontrowersyjne. Chodzi zwłaszcza o brak bezpośredniego wpływu polityki pieniężnej na ograniczenie emisji gazów cieplarnianych. Coraz częściej podnosi się kontekst polityczny przeciwdziałania skutkom zmian klimatycznych, w tym bezpośrednią rolę polityków wybieranych i odpowiedzialnych przed wyborcami, w odróżnieniu od banków centralnych. Podnosi się ponadto ryzyko naruszenia podstawowego zakresu mandatu banku centralnego, stwarzanie zakłóceń na rynkach finansowych, wreszcie kreowanie nadmiernych oczekiwań. Biorąc to pod uwagę, banki centralne powinny być ostrożne w angażowaniu się w sprawy związane z klimatem.

Z drugiej jednak strony, wyzwania ekologiczne i klimatyczne w coraz większym stopniu wpływają na sytuację makroekonomiczną, a nawet egzystencję ludności określonych regionów czy kontynentów. Osiągnięcie konsensusu w tych kwestiach utrudnia brak powszechnej zgody co do skali zagrożeń i tempa ich materializowania się, a także zróżnicowana sytuacja poszczególnych krajów czy kontynentów w zakresie ich potencjału do przeciwdziałania tym zagrożeniom. Dotyczy to także braku jednolitego stanowiska państw członkowskich UE. Niezależnie od braku porozumienia w powyższych kwestiach wskazuje się dwa konkretne kanały oddziaływania. Pierwszy dotyczy ryzyka fizycznego (ekstremalne zjawiska pogodowe, klęski żywiołowe, katastrofy ekologiczne itp.). Drugi kanał to ryzyko transformacyjne związane z rosnącymi kosztami regulacyjnymi emisji dwutlenku węgla. Na tym tle rola krajowych banków centralnych i EBC wymaga zdefiniowania w zakresie wspierania działań rządów.

Subsydiarny charakter funkcji i zadań krajowych banków centralnych oraz EBC może opierać się m.in. na dużym potencjale analityczno-badawczym, a także posiadanych przez nie bazach danych. Można tu wskazać np. plany EBC dotyczące doskonalenia swoich modeli makroekonomicznych opisujących wpływ zmian klimatycznych na gospodarkę, a także wykorzystanie modeli klimatycznych w celu integracji obu tych obszarów badawczych. To ostatnie zadanie jest szczególnie ważne w związku z faktem, że większość banków centralnych nie ma obecnie takich zintegrowanych narzędzi. Interesującym przedsięwzięciem wydaje się także przeprowadzanie tzw. klimatycznych testów warunków skrajnych. EBC planuje przeprowadzić taki test w 2022 r. wśród nadzorowanych banków. Planowane przedsięwzięcie wygląda interesująco, przy czym nie jest jasna skala jego uciążliwości dla uczestniczących podmiotów. Warto już obecnie rozważyć wykorzystanie wyników tego badania przez inne zainteresowane podmioty (instytucje UE, krajowe parlamenty i rządy, uczelnie i instytucje naukowe itp.).

Kwestią szczególnego zainteresowania EBC i narodowych banków centralnych powinien być wpływ polityki klimatycznej UE na inflację (głównie takich inicjatyw, jak Europejski Zielony Ład czy pakiet „Fit for 55”). Konsekwencje programów i działań UE na rzecz przeciwdziałania zmianom klimatycznym muszą być właściwie oszacowane przy uwzględnieniu nie tylko aspektów ekologicznych, ale również społecznych i gospodarczych możliwości absorpcji wymaganych nakładów, a także ich odpowiedniego rozłożenia w czasie i przestrzeni. Chodzi tu m.in. o skalę procesów inflacyjnych w następstwie wdrażania tzw. zielonej transformacji (rosnące koszty emisji dwutlenku węgla, presja na stosowanie ekologicznych technologii, zakaz stosowania paliw kopalnych itp.). Zjawisko to określane jest mianem „zielonej inflacji” (ang. *greenflation*). Na podkreślenie zasługuje tu zwłaszcza problem szybko rosnących cen uprawnień do emisji dwutlenku węgla, które wpływają istotnie na znaczną część cen detalicznych i hurtowych towarów i usług w państwach członkowskich UE.

Sprawą o kluczowym znaczeniu dla banków centralnych jest właściwa komunikacja. W swojej nowej strategii EBC wskazał na potrzebę jak najbardziej zrozumiałego komunikowania i wyjaśniania swoich decyzji oraz działań różnym odbiorcom – zarówno profesjonalistom, jak i szerokiej publiczności. Tym bardziej, że zdecydowana większość społeczeństwa nie jest przygotowana, aby rozumieć skomplikowane zagadnienia polityki pieniężnej, ale to właśnie ta polityka wpływa istotnie na ich codzienne życie. W tym kontekście należy wymienić przynajmniej następujące obszary niezbędnej obecnie komunikacji ze strony EBC. Po pierwsze, trzeba wyjaśnić opinii publicznej, dlaczego EBC zdecydował się zaangażować w sprawy klimatyczne. W szczególności EBC powinien objaśnić w przystępny sposób potencjalny wpływ zmian klimatycznych na ceny, uświadamiając, że stabilność cen jest głównym celem zarówno EBC, jak i innych banków centralnych. Po drugie, zrozumiała komunikacja będzie niezbędna z uwagi na planowane włączenie kosztów mieszkaniowych do wskaźnika HICP – tym bardziej, że eksperymentalny wskaźnik HICP obejmujący te koszty ma być publikowany co kwartał w okresie przejściowym (równoległe do dotychczasowego głównego wskaźnika HICP, co może powodować nieporozumienia).

Warto podkreślić, że obecny przegląd strategii EBC może być inspiracją także dla banków centralnych spoza strefy euro. Jednym z nich jest Narodowy Bank Polski (NBP), którego strategia polityki pieniężnej została przyjęta w 2003 r. i od tamtego czasu nie była weryfikowana, mimo istotnych zmian w otoczeniu politycznym i makroekonomicznym. Strategia NBP zawiera liczne odniesienia do planowanego wówczas członkostwa Polski w strefie euro, co nie odzwierciedla aktualnego stanowiska polskiego rządu. Przegląd strategii NBP byłby również zasadny ze względu na wysoki obecnie poziom inflacji w stosunku do celu inflacyjnego i prawdopodobieństwo długofalowego utrzymania się tej rozbieżności (m.in. ze względu na przedsięwzięcia buforujące konsekwencje pandemii COVID-19, jak i wymogi polityki klimatycznej UE). Dokonując przeglądu strategii NBP warto byłoby więc poddać dyskusji adekwatność celu inflacyjnego NBP w stosunku do obecnej i prognozowanej sytuacji gospodarczej, jak również inne istotne kwestie, np. zakres kompetencji RPP i jej interakcje z Zarządem NBP, czy też współzależność polityki pieniężnej banku centralnego i polityki gospodarczej rządu. Dokonanie przeglądu strategii polityki pieniężnej NBP i jej aktualizacja powinny być zadaniem Rady Polityki Pieniężnej kolejnej kadencji.

Bibliografia

Albidgren K., Kuchler A., *Revisiting the inflation perception conundrum*, Danmarks Nationalbank, Working Paper, nr 144, listopad 2019.

Allen T., Dees S., Boissinot J., Caicedo Graciano C.M., Chouard V., Clerc L., de Gaye A., Devulder A., Diot S., Lisack E., Pegoraro F., Rabaté M., Svartzman R. and Vernet L., *Climate-related scenarios for financial stability assessment: an application to France*, Banque de France, Working Paper, nr 774, lipiec 2020.

Alogoskoufis S., Dunz N., Emambakhsh T., Hennig T., Kaijser M., Kouratzoglou Ch., Muñoz M.A., Parisi L., Salleo C., *ECB economy-wide climate stress test. Methodology and results*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 281, wrzesień 2021.

Annicchiarico B., Di Dio F., *Environmental policy and macroeconomic dynamics in a new Keynesian model*, „Journal of Environmental Economics and Management” 2015, tom 69, styczeń.

Aucremanne L., Collin M., Stragier T., *Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: is the credibility of the HICP at stake?*, Banque Nationale de Belgique, Working Paper Research, nr 112, kwiecień 2007.

Bamber J.L., Oppenheimer M., Kopp R.E., Aspinnall W.P., Cooke R.M., *Ice sheet contributions to future sea-level rise from structured expert judgment*, Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS), tom 166, nr 23, czerwiec 2019.

Batten S., *Climate change and the macro-economy: a critical review*, Bank of England, Staff Working Paper, nr 706, styczeń 2018.

Benmir G., Roman J., *Policy interactions and the transition to clean technology*, London School of Economics and Political Science, Centre for Climate Change Economics and Policy, Working

Paper, nr 368 / Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, Working Paper, nr 337, kwiecień 2020.

Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P., *Rethinking macroeconomic policy*, International Monetary Fund, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, luty 2010.

Bonatti L., Fracasso A., *Including owner-occupied housing costs in the HICP: Some technical and policy remarks*, [w:] *Inflation measurement: Role of owner-occupied housing costs*, Parlament Europejski, listopad 2021.

Boneva L., Ferrucci G., Mongelli F. P., *To be or not to be "green": how can monetary policy react to climate change?*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 285, listopad 2021.

Brand C., Bielecki M., Penalver A. (eds.), *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 217, grudzień 2018.

Bundesbank, *The Eurosystem's monetary policy strategy*, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, wrzesień 2021.

Catalano M., Forni L. Pezzolla E., *Climate-change adaptation: The role of fiscal policy*, Resource and Energy Economics, tom 59, luty 2020.

Dany-Knedlik G., Papadia A., *Owner-occupied housing costs and monetary policy: Goals and challenges for the euro area*, [w:] *Inflation measurement: Role of owner-occupied housing costs*, Parlament Europejski, listopad 2021.

Del Giovane P., Fabiani S., Sabbatini R., *What's behind 'inflation perceptions'? A survey-based analysis of Italian consumers*, „Giornale degli Economisti e Annali di Economia”, Nuova Serie 2009, tom 68, nr 1.

Dietz S., Stern N., *Endogenous growth, convexity of damage and climate risk: How Nordhaus' framework supports deep cuts in carbon emissions*, „Economic Journal” 2015, tom 125, nr 583.

Dikau S., Volz U., *Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance*, „Ecological Economics” 2021, tom 184, czerwiec.

Döhring B., Mordonu A., *What drives inflation perceptions? A dynamic panel data analysis*, Komisja Europejska, European Economy – Economic Papers, nr 284, lipiec 2007.

Duisenberg W.F., *The ESCB's stability-oriented monetary policy strategy*, przemówienie w Institute of European Affairs, Dublin, 10 listopada 1998.

EBC, *A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 13 października 1998.

EBC, *The two pillars of the ECB's monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, Monthly Bulletin, listopad 2000.

EBC, *The monetary policy of the ECB*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt n. Menem, sierpień 2001.

EBC, *The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, Monthly Bulletin, czerwiec 2003.

EBC, *ECB to accept sustainability-linked bonds as collateral*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 22 września 2020.

EBC, *ECB sets up climate change centre*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 25 stycznia 2021a.

EBC, *Eurosystem agrees on common stance for climate change-related sustainable investments in non-monetary policy portfolios*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 4 lutego 2021b.

EBC, *An overview of the ECB's monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, lipiec 2021c.

EBC, *ECB presents action plan to include climate change considerations in its monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 8 lipca 2021d.

EBC, *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 265, wrzesień 2021e.

EBC, *Climate change and monetary policy in the euro area*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 271, wrzesień 2021f.

EBC, *Climate risk stress test. SSM stress test 2022*, Europejski Bank Centralny, październik 2021g.

EBC, *Single Supervisory Mechanism*, Europejski Bank Centralny, 2021h, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.en.html> (dostęp: 30.12. 2021).

EIW, *The single monetary policy in stage three: Specification of the operational framework*, Europejski Instytut Walutowy, styczeń 1997a.

EIW, *The single monetary policy in stage three: Elements of the monetary policy strategy of the ESCB*, Europejski Instytut Walutowy, luty 1997b.

Ens E., Johnston C., *Scenario analysis and the economic and financial risks from climate change*, Bank of Canada, Staff Discussion Paper, 2020-3, maj 2020.

Eurostat, *Technical manual on owner-occupied housing and house price indices*, Komisja Europejska / Eurostat (2017).

Ferrari A., Nispi Landi V., *Whatever it takes to save the planet? Central banks and unconventional green policies*, Europejski Bank Centralny, Working Paper, nr 2500, grudzień 2020.

Ferrari M., Pagliari M., *No country is an island: international cooperation and climate change*, Europejski Bank Centralny, Working Paper, nr 2568, czerwiec 2021.

Gros D., Shamsfakhr F., *Housing and the cost of living*, [w:] *Inflation measurement: Role of owner-occupied housing costs*, Parlament Europejski, listopad 2021.

Heal G., Park J., *Temperature stress and the direct impact of climate change: a review of an emerging literature*, „Review of Environmental Economics and Policy” 2016, tom 10, nr 2, sierpień.

Heipertz M., Nickel C., *Climate change brings stormy days: case studies on the impact of extreme weather events on public finances*, [w:] *Public Finance Workshop on Fiscal Sustainability: Analytical Developments and Emerging Policy Issues*, Banca d'Italia, kwiecień 2008.

Hsiang S., Kopp R., Jina A., Rising J., Delgado M., Mohan S., Rasmussen D.J., Muir-Wood R., Wilson P., Oppenheimer M., Larsen K., Houser T., *Estimating economic damage from climate change in the United States*, „Science” 2017, tom 356, nr 6345, czerwiec.

Issing O. (ed.), *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, listopad 2003.

Kahn M.E., Mohaddes K., Ng R.N.C., Pesaran H., Raissi M., Yang J.-C., *Long-term macroeconomic effects of climate change: A cross-country analysis*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper, nr 26167, sierpień 2019 / *Energy Economics*, tom 104, grudzień 2021.

Komisja Europejska, *Commission Regulation (EU) No. 93/2013 of 1 February 2013 laying down detailed rules for the implementation of Council Regulation (EC) No. 2494/95 concerning harmonised indices of consumer prices, as regards establishing owner-occupied housing price indices*, Dziennik Urzędowy UE nr L 33, 2 lutego 2013.

Komisja Europejska, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the suitability of the owner-occupied housing (OOH) price index for integration into the harmonised index of consumer prices (HICP) coverage*, Komisja Europejska, COM/2018/768, 29 listopada 2018.

Komisja Europejska, *Sustainability-related disclosure in the financial services sector*, Komisja Europejska, 2019, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en (dostęp: 30.12.2021).

Komisja Europejska, *EU taxonomy for sustainable activities*, 2020, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en (dostęp: 30.12.2021).

Komisja Europejska, *Corporate sustainability reporting*, 2021, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en (dostęp: 30.12.2021).

Letta M., Tol R.S.J., *Weather, climate and total factor productivity*, „Environmental and Resource Economics” 2019, tom 73, nr 1, maj.

Lis E., Nickel C., *The impact of extreme weather events on budget balances*, „International Tax and Public Finance” 2010, tom 17, sierpień.

Melecky M., Raddatz C., *How do governments respond after catastrophes? Natural-disaster shocks and the fiscal stance*, World Bank, Policy Research Working Paper, nr 5564, luty 2011.

Nordhaus W.D., *Revisiting the social cost of carbon*, Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS), tom 114, nr 7, luty 2017.

Parker M., *The impact of disasters on inflation*, Economics of Disasters and Climate Change, tom 2, nr 1, listopad 2017.

Parlament Europejski i Rada, *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/792 z dnia 11 maja 2016 r. w sprawie zharmonizowanych wskaźników cen konsumpcyjnych oraz wskaźnika cen nieruchomości mieszkalnych i uchylające rozporządzenie Rady (WE) nr 2494/95*, Dziennik Urzędowy UE nr L 135, 24 maja 2016.

Reichlin L., Adam K., McKibbin W.J., McMahon M., Reis R., Ricco G., Weder di Mauro B., *The ECB strategy: the 2021 review and its future*, Centre for Economic Policy Research, wrzesień 2021.

Rostagno M., Altavilla C., Carboni G., Lemke W., Motto R., Saint Guilhem A., Yiangou J., *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20*, Europejski Bank Centralny, Working Paper, nr 2346, grudzień 2019.

Schnabel I., *When markets fail – The need for collective action in tackling climate change*, przemówienie na European Sustainable Finance Summit, Frankfurt n. Menem, 28 września 2020.

Schnabel I., *From green neglect to green dominance?*, przemówienie na seminarium „Greening Monetary Policy – Central Banking and Climate Change” (część „Cleveland Fed Conversations on Central Banking”), Frankfurt n. Menem, 3 marca 2021.

Scott M., van Huizen J., Jung C., *The Bank’s response to climate change*, Bank of England, Quarterly Bulletin, czerwiec 2017.

Seppänen O., Fisk W., Lei Q.H., *Effect of temperature on task performance in office environment*, Lawrence Berkeley National Laboratory, lipiec 2006.

Schoemaker D., *Greening monetary policy*, „Climate Policy” 2021, tom 21, nr 4, styczeń.

Solana J., *The power of the Eurosystem to promote environmental protection*, University of Oslo Faculty of Law Research Paper, nr 2018-23, sierpień 2018.

Szeląg K., *Strategia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro – kluczowe elementy i zasady*, Narodowy Bank Polski, „Materiały i Studia” 2003, nr 162, czerwiec.

Tol R.S.J., *The economic impacts of climate change*, University of Chicago, „Review of Environmental Economics and Policy” 2018, tom 12, nr 1, styczeń.

Vermeulen R., Schets E., Lohuis M., Kölbl B., Jansen D.-J., Heeringa W., *An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands*, De Nederlandsche Bank, „Occasional Studies” 2018, tom 16-7, październik.

Walter S., *Information on participation in the 2022 ECB Climate Risk Stress Test*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt n. Menem, 18 października 2021.

Whelan K., *How should housing be treated in the HICP?*, [w:] *Inflation measurement: Role of owner-occupied housing costs*, Parlament Europejski, listopad 2021.

Zekaite Z., *What drives consumers’ inflation perceptions in the euro area?*, Central Bank of Ireland, Economic Letters, tom 2020, nr 6.

Ewa Cichowicz*

ORCID: 0000-0002-9379-9127

ewa.cichowicz@sgh.waw.pl

Agnieszka K. Nowak**

ORCID: 0000-0001-7785-3165

agnieszkak.nowak@sgh.waw.pl

Ocena zmian zachodzących w modelach ALM banków w Polsce po wybuchu pandemii COVID-19***

Streszczenie

Celem artykułu jest ocena zmian w modelach zarządzania strukturą bilansu w bankach w Polsce po wybuchu pandemii COVID-19. Główny nacisk został położony na zmiany profilu ryzyka stóp procentowych w sektorze bankowym, wynikające ze środowiska niskich stóp procentowych oraz innych przyczyn po wydarzeniach z początku roku 2020. Kluczowym elementem modeli, określanymi jako modele Asset and Liability Management (ALM), jest zarządzanie wynikiem finansowym oraz ryzykiem w księdze bankowej (w tym ryzykiem płynności i stopy procentowej). Ostatnio materializacja ryzyka płynności na dużą skalę miała miejsce w czasie globalnego kryzysu finansowego. Od tego czasu normy regulacyjne i narzędzia je wdrażające zostały zweryfikowane, a także odpowiednio uzupełnione. Z kolei zmiany zachodzące po wybuchu pandemii spowodowały także wzrost ekspozycji na ryzyko stopy procentowej. Pogorszenie wyników finansowych, podobnie jak „zapomniane” niemal ryzyko, okazały się równie dotkliwe w skutkach dla banków, jak ryzyko kredytowe, rynkowe czy operacyjne. W artykule dokonano oceny wpływu zmiany stóp procentowych po wybuchu pandemii COVID-19 na wyniki i strukturę bilansów w bankach w Polsce w ujęciu strategii dostosowawczych.

Słowa kluczowe: środowisko niskich stóp procentowych, ryzyko stopy procentowej, zarządzanie aktywami i pasywami

JEL: E43, E58, G01, G21, G28

* Ewa Cichowicz – dr, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Systemu Finansowego.

** Agnieszka K. Nowak – dr, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Systemu Finansowego.

*** Artykuł powstał w ramach badania KZIF/S21:1.8 sfinansowanego ze środków Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Evaluation of changes occurring in ALM models of banks in Poland after the outbreak of the COVID-19 pandemic

Abstract

The purpose of this paper is to assess the changes in the models of balance sheet structure management in banks in Poland after the outbreak of the COVID-19 pandemic. The main focus is on the changes in the interest rate risk profile in the banking sector, resulting from the low interest rate environment and other reasons after the events of early 2020. The key element of the models, referred to as Asset and Liability Management (ALM) models, is the management of financial result and risk in the banking book (including liquidity and interest rate risk). Lately the large-scale materialization of liquidity risk occurred during the global financial crisis. Since then, the regulatory standards and the tools implementing them have been revised and properly supplemented. In turn, the post-pandemic changes triggered an increase in interest rate risk exposure. The deterioration of financial results, as well as the almost "forgotten" risks turned out to be as severe in their consequences for banks as credit, market or operational risks. This paper evaluates the impact of the change in interest rates after the outbreak of the COVID-19 pandemic on the performance and structure of balance sheets in banks in Poland in terms of adjustment strategies.

Key words: Low Interest Rate Environment, Interest Rate Risk, Asset and Liability Management (ALM)

Wstęp

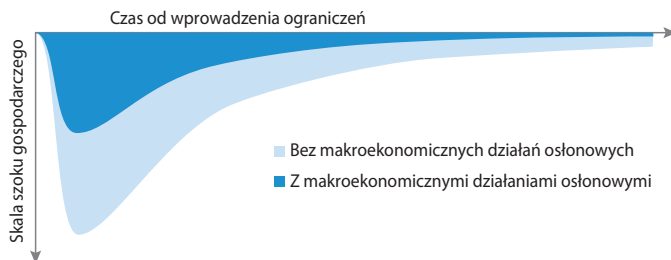
Światowa Organizacja Zdrowia (ang. WHO) 11 marca 2020 r. ogłosiła pandemię COVID-19. Po krótkim okresie braku reakcji rządy państw dotkniętych pandemią, w tym Polski, zaczęły stopniowo ogłaszać stany zagrożenia epidemicznego, a następnie stany epidemii. Skutkowało to wprowadzeniem wielu restrykcji. W ogólnym stwierdzeniu można mówić o długotrwałym zamknięciu gospodarki i pojawieniu się recesji gospodarczej (zob. Sułkowski 2020). Aby złagodzić negatywne konsekwencje takiej sytuacji, władze poszczególnych krajów wdrażały programy pomocowe, a banki centralne zastosowały nadzwyczajne środki polityki pieniężnej, jak: obniżki stóp procentowych, instrumenty zwiększające płynność, programy wsparcia akcji kredytowej, programy zakupu aktywów oraz interwencje na rynku walutowym. Znaczenie tych działań obrazuje stylizowany wpływ szoku spowodowanego pandemią na gospodarkę (rysunek 1) umieszczony w specjalnym raporcie wydanym przez NBP (2020).

W Polsce, podobnie jak w innych krajach stosujących w polityce pieniężnej bezpośredni cel inflacyjny, w pierwszej kolejności wprowadzono obniżki stóp procentowych (Niedźwiedzińska 2020). W 2020 r., po raz pierwszy od 2015 r., pomimo utrzymywania się wyższych poziomów wskaźnika inflacji¹ i oczekiwań rynku co

¹ Roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2019 r. ukształtował się na poziomie 102,3 wobec 101,6 w 2018 r. Źródło: <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/>

do podwyżki stóp procentowych, Rada Polityki Pieniężnej (RPP) 3-krotnie (18.03., 9.04. i 29.05.) obniżyła stopy NBP, co w przypadku stopy referencyjnej oznaczało łączną obniżkę o 140 pb. Stopy te mają bezpośredni wpływ na rynkowe stopy procentowe, a tym samym – na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach. W wyniku tego, w Polsce stopy ukształtowały się na historycznie najniższym poziomie (Adrianowski 2020) (zob. rysunek 2).

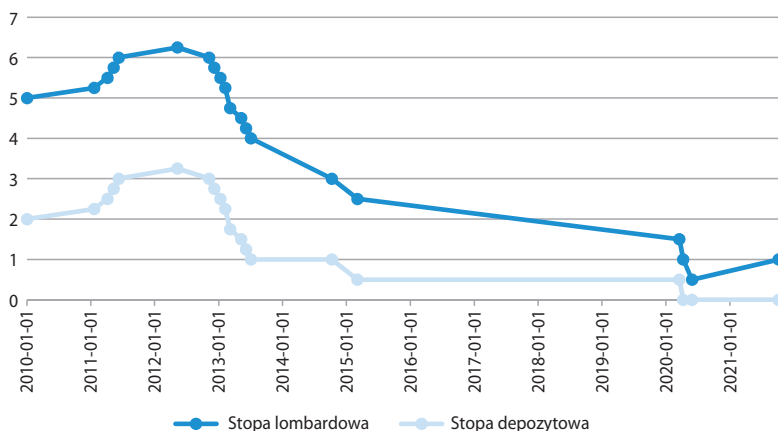
Rysunek 1. Stylizowany wpływ szoku spowodowanego pandemią na gospodarkę



Uwaga: rysunek przedstawia stylizowany wpływ działań po stronie ochrony zdrowia oraz makroekonomicznych działań osłonowych, a nie prognozę tego wpływu.

Źródło: Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego. Wydanie specjalne: skutki pandemii COVID-19*, czerwiec 2020 r., s. 14, <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf062020.pdf> (dostęp: 25.10.2021).

Rysunek 2. Poziom podstawowych stóp procentowych NBP w latach 2010–2021



Źródło: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm (dostęp: 25.10.2021).

wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-/roczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych/ (dostęp: 25.10.2021).

Środowisko niskich stóp procentowych pociąga za sobą różnego rodzaju wielowymiarowe skutki. Mimo że dotyczą one szerokiego kręgu interesariuszy (Baremburch i Gostomski 2020), w zasadzie każdorazowo odczuwalne są w instytucjach sektora bankowego (Molyneux i in. 2019) i to właśnie ich perspektywa jest uwzględniona w tym artykule. Co więcej, zjawiska i procesy, jakie uwidaczniają się w sektorze bankowym, który dostosowuje się do niskiego poziomu stóp procentowych, niosą ze sobą nie tylko konsekwencje dla tego sektora, ale przekładają się także na społeczeństwo i cały system ekonomiczny. Można tu wymienić m.in.: obniżenie kosztów finansowania długu publicznego, zwiększanie sum bilansowych banków centralnych, osłabienie waluty krajowej, obniżenie kosztów kredytów dla klientów, spadek oprocentowania depozytów, spadek cen akcji banków na giełdzie, poszukiwanie alternatywnych, bardziej rentownych sposobów inwestowania oszczędności czy wzrost popytu na rynku nieruchomości.

Oczywiście nie wszystkie wymienione skutki w równym stopniu wynikały z obniżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Na ich wystąpienie miały również wpływ inne decyzje, wynikające z wybuchu i obaw co do skutków pandemii COVID-19, do których m.in. można zaliczyć: wyraźne ograniczenie popytu na kredyty inwestycyjne i wzrost skłonności do oszczędzania, wsparcie przedsiębiorstw w ramach Tarczy Finansowej i Antykryzysowej finansowanych z emisji obligacji skarbowych, bądź gwarantowanych przez Skarb Państwa czy obniżenie poziomu rezerwy obowiązkowej². Niezależnie jednak od siły konkretnych z nich, wywarły szeroki wpływ na poszczególne sektory gospodarki, rynek finansowy i ich uczestników oraz społeczeństwo. Ponadto w różnym stopniu dochodziło do dostosowywania się do zachodzących zmian.

Należy zaznaczyć, że istotnym aspektem analizy środowiska niskich stóp procentowych jest ryzyko stopy procentowej ujawniające się w działalności podmiotów sektora bankowego (Memmel i in. 2016). W związku z zaistniałą sytuacją pandemiczną doszło nie tylko do wzrostu ekspozycji banków na ryzyko (w szczególności ryzyka stopy procentowej), ale i pogorszenia się ich wyników finansowych. O tym natomiast, jak silnie zmiana stóp i materializacja ryzyka stopy procentowej potrafi wpłynąć niekorzystnie na funkcjonowanie nie tylko instytucji finansowych, ale i całej gospodarki, może świadczyć historia stowarzyszeń oszczędnościowo-kredytowych (S&L). Upadłość 747 towarzystw z aktywami o wartości ponad 407 mld USD w latach 1986–1995, określana jako kryzys S&L, była w historii gospodarczej USA wydarzeniem wyjątkowym z wielu względów. Nie licząc Wielkiej Depresji lat 30., był to największy kryzys finansowy w XX wieku. Ostateczny koszt podatników oszacowano na 124 mld USD. Nigdy wcześniej żaden sektor gospodarki nie doświadczył tak wielkiej i gwałtownej fali upadłości, a działalność prywatnych instytucji nie zmusiła podatników do ponoszenia tak wielkich kosztów.

² Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2020 roku, KNF, Departament Bankowości Komercyjnej i Specjalistycznej Zespół Analiz Sektora Bankowego, Warszawa lipiec 2021, s. 5.

Powyższe rozważania wyraźnie wskazują na wagę problematyki środowiska niskich stóp procentowych i innych czynników, wpływających na kondycję banków po ogłoszeniu pandemii COVID-19. Celem niniejszego artykułu jest ocena zmian zachodzących w bankach w Polsce w warunkach niskich stóp procentowych po wydarzeniach z początku roku 2020. Uwagę zwrócono na realizowane przez nie strategie zarządzania strukturą bilansu, określane jako modele zarządzania aktywami i pasywami (ang. Asset and Liability Management, ALM), w którym można wskazać dwa filary, tzn. zarządzanie wynikiem finansowym oraz zarządzanie ryzykiem w księdze bankowej³. W księdze tej najczęściej wskazuje się na ryzyko płynności oraz stopy procentowej w księdze bankowej (IRRBB). Materializacja ryzyka płynności na dużą skalę wystąpiła w czasie globalnego kryzysu finansowego. Od tego czasu narzędzia oraz normy je kontrolujące zostały zweryfikowane i skutecznie uzupełnione⁴. Natomiast środowisko niskich stóp oraz inne zmiany po wybuchu pandemii, wywołały w obszarze ALM zmianę profilu ryzyka stopy procentowej.

Tak jak powszechna w latach 60. XX wieku strategia zarządzania w bankach stopami – zasada „3-6-3”⁵, została przez rynek zweryfikowana po upadku systemu z Bretton Woods, tak po pojawieniu się kryzysu związanego z pandemią COVID-19 – takiemu procesowi zostały poddane modele ALM. Po wybuchu pandemii, analogicznie do sytuacji, jaka miała miejsce w czasie globalnego kryzysu finansowego z ryzykiem płynności, „zapomniane”⁶ ryzyko stopy procentowej okazało się równie dotkliwe dla banków w skutkach, jak ryzyko kredytowe, rynkowe czy operacyjne.

W odniesieniu do przeprowadzonych analiz oraz postawionego celu badawczego, zostały sformułowane dwie propozycje badawcze. (P1) Środowisko niskich stóp procentowych wpływa negatywnie nie tylko na wrażliwość wyniku odsetkowego (WO), ale także na wrażliwość wartości ekonomicznej kapitału (WEK). O ile świadomość wpływu stóp na WO jest powszechna, o tyle świadomość ich wpływu na wrażliwość WEK jest zdecydowanie ograniczona. Przedstawione w niniejszym artykule zmiany w strukturze bilansów banków, które dokonały się po wydarzeniach z marca 2020 r., oraz charakterystyka oprocentowania poszczególnych ich pozycji, powodują, że (P2) WEK wykazuje obecnie większą wrażliwość na wzrosty stóp procentowych niż na spadki. Zapoczątkowane w IV kwartale 2021 r. podwyżki stóp NBP implikują więc deprecjację wartości ekonomicznej kapitału. Jest to o tyle niekorzystne, gdyż kapitał ten odzwierciedla rzeczywiste potrzeby kapitałowe, po-

³ W banku wyróżnia się dwie księgi: bankową i handlową. Księga bankowa obejmuje wszystkie transakcje, które nie zostały zaliczone do księgi handlowej (*trading book*), do księgi handlowej zalicza się natomiast portfel aktywów i transakcji pozabilansowych zawartych w celu uzyskania zysków z krótkoterminowych wahań czynników rynkowych (por. Nowak 2017, s. 197–198).

⁴ Zagadnienie to, w sposób syntetyczny, zostało przedstawione w dalszej części artykułu.

⁵ Zasada ta obowiązywała w amerykańskiej bankowości detalicznej w latach 50., 60. i 70. XX wieku. Polegała na płaceniu przez banki 3% od depozytów i udzielaniu kredytów na 6%. Ponieważ nie było ryzyka stopy procentowej – prezes banku mógł o godzinie 3 po południu udać się na golfa (Walter 2006).

⁶ W 2007 r. określenia „ryzyko zapomniane” użył A. Clarke, doradca prezesa Banku Anglii, w stosunku do ryzyka płynności. Stwierdzenie wygłoszone na seminarium „Financial Stability: Specialist Topics”, Bank Anglii, 30.03.2007: Liquidity is a forgotten risk (ang.) [za:] Hałaj 2008, s. 14–27.

nieważ jest traktowany jako bufor do absorbowania zidentyfikowanych istotnych rodzajów ryzyka występujących w działalności banku i zmian otoczenia gospodarczego (Iwanicz-Drozdowska 2021, s. 227).

Ze względu na specyfikę celu badawczego przeprowadzono szeroko rozumianą obserwację rzeczywistości (por. Apanowicz 2002, s. 60–77) w odniesieniu do sektora bankowego w Polsce w 2020 r. oraz do procesu gromadzenia aktywów finansowych Polaków. W badaniu zmian struktury wyników finansowych banków wykorzystano przede wszystkim metodę badania dokumentów, a podczas analizowania modeli zarządzania ryzykiem stopy – dodatkowo metodę indywidualnych przypadków. Zastosowanie metody indywidualnych przypadków wynika z ograniczonej liczby banków, które w sprawozdaniach finansowych oraz w innych raportach⁷ ujawniły informacje o zachodzących w tym obszarze zmianach⁸ i z indywidualnego podejścia (w tym prezentacji) stosowanego przez banki w tym zakresie. Analizę zawężono przy tym do sektora banków komercyjnych. Wykorzystanie przeglądu literatury przy analizie i krytyce piśmiennictwa zostało zaś w pewnym stopniu ograniczone, ze względu na niewielką porównywalność (do innych krajów) zjawiska środowiska stóp procentowych w Polsce i czynników je kształtujących⁹.

W związku z powyższym, oprócz niniejszego wprowadzenia, artykuł składa się z czterech części. W pierwszej kolejności przedstawiono przegląd literatury przedmiotu. Kluczowa jednak jest analiza struktury bilansów i wyników finansowych banków w Polsce z perspektywy zmian, które zaszły po wybuchu pandemii, a następnie analiza zmiany profilu ryzyka stopy procentowej w ujęciu strategii dostosowawczych do działań podjętych w obliczu kryzysu, wywołanego przez pandemię, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu obniżonych stóp procentowych. Tekst zakończono podsumowaniem zawierającym główne wnioski z analiz.

1. Przegląd literatury

Polityka monetarna w krajach wysoko rozwiniętych jest ukierunkowana na stabilizację cen, co w długim horyzoncie czasu przełożyło się na spadek poziomu stóp procentowych do wartości bliskich zera (Bednarczyk i Brzozowska-Rup 2018). Po-

⁷ Chodzi tu przede wszystkim o tzw. Ujawnienia banków, wynikające z Filaru III wprowadzonego w ramach Nowej Umowy Kapitałowej, który zobowiązuje banki do zachowania odpowiedniej dyscypliny rynkowej, upoważniając je do ujawniania informacji na temat ich profilu ryzyka oraz poziomu kapitalizacji (por. Zombirt 2007, s. 65–67).

⁸ Takie samo podejście zostało zaprezentowane przez Olech i Mischczak (2020), tzn. analizie poddano grupy kapitałowe, które w swoich śródrocznych sprawozdaniach finansowych za 2020 r. przedstawiły informacje dotyczące poziomów miar ryzyka portfela bankowego na poziomie umożliwiającym porównanie z danymi z końca 2019 r.

⁹ Tzn. pod koniec 2019 r., z uwagi na rosnącą w Polsce inflację, pojawiały się pojedyncze prognozy wskazujące na oczekiwania rynku na podwyżki stóp procentowych. Natomiast Rada Polityki Pieniężnej, po wybuchu pandemii, podjęła decyzję o ich obniżeniu. Por. <https://michaelstrom.pl/raporty-i-analizy/artykuly/296/jak-wzrost-stop-procentowych-i-wynagrodzen-wplynie-na-zdolnosc-kredytowa-polakow> (dostęp: 20.12.2021).

ziom, o którym mowa oznacza stopy procentowe na poziomie 2% i niższym – nawet ujemnym (Rzońca 2014, s. 19–20). W związku z tym, w krajach o wysokim stopniu rozwoju od kilkunastu lat sektor bankowy funkcjonuje w środowisku niskich stóp procentowych. Wzmocnienie tej strategii zostało zaobserwowane w momencie, gdy banki centralne zareagowały na globalny kryzys finansowy (GFC), wprowadzając na szeroką skalę do polityki monetarnej luzowanie ilościowe w celu ożywienia rozwoju gospodarczego (Kozak 2016). Po wybuchu pandemii COVID-19 wiele banków centralnych, w tym Narodowy Bank Polski (NBP), kontynuowało (lub wdrożyło) powyżej wskazaną politykę. Należy przy tym podkreślić, że zakres porównań polskiej gospodarki do rozwiniętych krajów Unii Europejskiej jest ograniczony. W pewnym momencie po kryzysie GFC znaczna część z nich wprowadziła bowiem ujemne stopy procentowe (Rosati 2016).

Z uwagi na jej konsekwencje wskazana polityka monetarna wzbudza wątpliwości (zob. Rogoff 2017; Heider i in. 2019; Nasir 2021). Jednym z silnie zarysowanych problemów w tym obszarze jest tzw. zerowa dolna granica (*zero lower bound*, ZLB) odnosząca się do tak niskiego poziomu stóp procentowych, że bank centralny traci możliwość stymulowania gospodarki za pomocą swoich stóp (Khoury i Pal 2020). Założenie to jest jednak podważane, z uwagi na wprowadzenie w niektórych krajach ujemnych stóp procentowych i zauważalny brak osłabienia mechanizmu transmisji w specyficznych przypadkach (zob. Altavilla i in. 2019).

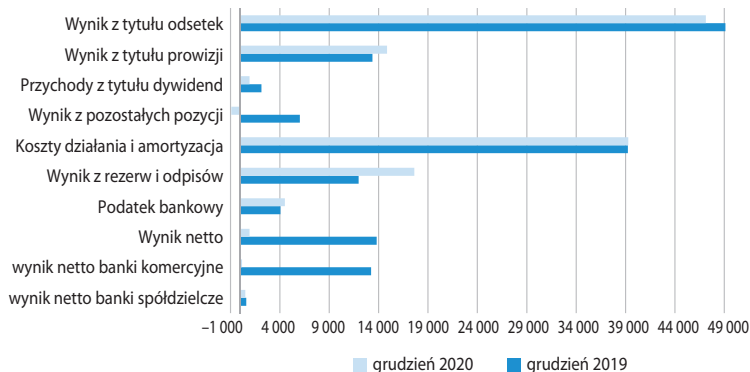
Ważnym wątkiem w obszarze znaczenia środowiska niskich stóp procentowych (w tym – polityki ujemnych stóp procentowych) jest ich wpływ na sektor banków komercyjnych. Jak zauważyli Eggertsson, Juelsrud, Summers i Wold (2019), literatura koncentruje się w tym przypadku na kilku kwestiach, do których przede wszystkim można zaliczyć: wpływ stóp procentowych na oprocentowanie depozytów, na oprocentowanie kredytów i na wartości kapitałów własnych banku. Z kolei Ulate Campos (2019) wskazuje wiele przykładów opracowań poświęconych wpływowi polityki pieniężnej na rentowność banków w kontekście niskich stóp procentowych. Innym zagadnieniem podnoszonym w literaturze (choć znacznie częściej w różnego rodzaju opracowaniach branżowych i raportach poświęconych sektorowi bankowemu) jest zmiana profilu ryzyka (zwłaszcza w zakresie ryzyka stopy procentowej) w obliczu niskich stóp procentowych, co przekłada się na konieczność zmian w modelach zarządzania strukturą bilansu banków. Zwracają na to uwagę np. autorzy publikacji pod red. Gnan i Beer (2015), pod red. Bohn i Elkenbracht-Huizing (2018), czy w pracach indywidualnych – Chaudron (2016), Delioverias (2016). Wydaje się jednak, że problem ten nie jest wystarczająco rozpoznany i opisany, dlatego niniejszy artykuł może pomóc zapełnić lukę w tym obszarze.

2. Analiza zmian wyników finansowych i struktury bilansów banków w Polsce po wybuchu pandemii COVID-19

Wybuch pandemii, działania podejmowane przez decydentów oraz zmiany czynników makroekonomicznych bezpośrednio wpływały na kondycję finansową banków i poziom towarzyszącego im ryzyka. Mimo wdrożenia przez banki środków zabezpieczających, wyniki sektora bankowego w Polsce, jak i poziom ryzyka w 2020 r., istotnie różnią się w porównaniu do roku 2019 i lat poprzednich. W tej części opracowania zostanie poddana analizie zmiana wyników finansowych, wywołanych wymienionymi powyżej czynnikami, mającymi swoje przełożenie również na strukturę bilansów.

Zgodnie z Informacją na temat sytuacji sektora bankowego w 2020 r., opublikowaną przez KNF, wynik netto banków w 2020 r. wyniósł 932 mln zł. W porównaniu do roku 2019 obniżył się o ponad 12,8 mld zł, tj. 93,3%, w tym badanego tu sektora banków komercyjnych – o 13,07 mld zł, tj. o 98,7%.

Rysunek 3. Wybrane pozycje rachunku zysków i strat sektora bankowego w Polsce wg stanu na koniec grudnia 2019 r. i 2020 r.



Źródło: opracowanie własne, na podstawie: Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2020 r., KNF, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Informacja_na_temat_sytuacji_sektora_bankowego_w_2020_roku.pdf (dostęp: 30.10.2021).

Na podstawie rysunku 3 można stwierdzić, że główny wpływ na wynik miały: obniżenie się wyniku z tytułu odsetek oraz wyniku z pozostałych pozycji (spadek odpowiednio o prawie 2 mld zł i 7 mld zł), a także wzrost rezerw i odpisów (o 5,6 mld zł). Na poziom rezerw i odpisów wpływ miały przede wszystkim rezerwy utworzone na ryzyko związane:

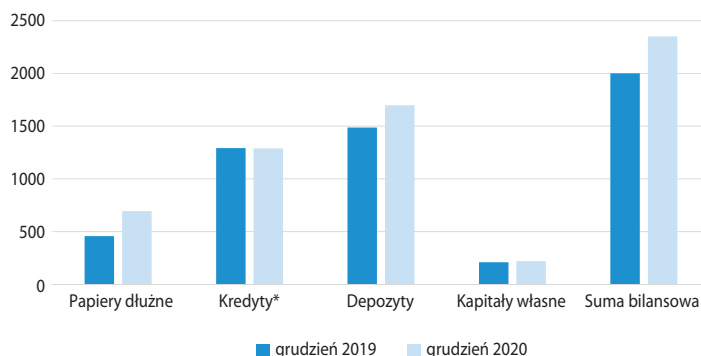
- 1) ze skutkami pandemii COVID-19 (i oczekiwaniami co do pogorszenia jakości portfela kredytowego),
- 2) ze wzrostem liczby spraw sądowych i wartości przedmiotu sporu z tytułu kredytów frankowych (po wyroku TSUE 260/18 z 3 października 2019 r.),

3) ze zwrotem części kosztów związanych ze spłacanymi przed terminami umownymi kredytami konsumenckimi (po wyroku TSUE 383/18 z 11 września 2019 r.).

Pogorszenie się wyniku z tytułu odsetek z kolei było następstwem obniżenia stóp procentowych. W 2020 r. banki musiały elastycznie dostosować oprocentowanie depozytów do spadku oprocentowania kredytów. Średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw obniżyło się z 3,7% w grudniu 2019 r. do 2,3% w grudniu 2020 r., natomiast oprocentowanie depozytów terminowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw odpowiednio: z 1,4% i 1,3% w grudniu 2019 r. do 0,5% i 0,3% w grudniu 2020 r. W latach 2018–2019 udział wyniku z tytułu odsetek w całkowitych przychodach operacyjnych banków osiągnął poziom niemal 70%, dlatego obniżenie wyniku odsetkowego istotnie zaważyło na niskich wynikach finansowych ogółem. Obniżka ta nie została zrekompensowana przez wzrost wyniku z tytułu prowizji, który w porównaniu do 2019 r. wzrósł o prawie 1,5 mld zł w 2020 r.

Jednocześnie panująca w 2020 roku sytuacja nie tylko istotnie zmieniła poziom i strukturę wyników finansowych banków, ale miała również wpływ na wysokość bilansu i jego poszczególne składniki (rysunek 4).

Rysunek 4. Wybrane pozycje bilansu sektora bankowego w Polsce wg stanu na koniec grudnia 2019 r. i 2020 r.



* Kredyty i zaliczki wyceniane wg zamortyzowanego kosztu

Źródło: opracowanie własne, na podstawie: Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2020 roku, KNF, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Informacja_na_temat_sytuacji_sektora_bankowego_w_2020_roku.pdf (dostęp: 30.10.2021).

W badanym okresie wyraźnie widoczny był wzrost sumy bilansowej o 17,5% (ponad 350 mld zł). Wzrost ten, wynikający ze wzrostu depozytów zarówno klientów detalicznych, jak i korporacyjnych (wzrost o ponad 210 mld zł), sfinansował wzrost dłużnych papierów wartościowych, których wielkość w 2020 r. wzrosła o ponad 237 mld zł (prawie o 52%).

Należy zauważyć, że wzrost środków klientów korporacyjnych wynikał wprost ze wsparcia polskich przedsiębiorstw dotkniętych skutkami pandemii w formie wypłat krajowych środków finansowych w ramach Tarczy Finansowej i Tarczy Antykryzysowej¹⁰, a także istotnego spadku kredytowania przedsiębiorstw (płynącego z ograniczania przez nie inwestycji)¹¹. Ich wzrost miał więc tymczasowy charakter, nieistotny dla banków w dłuższej perspektywie, jako niestabilne źródło finansowania. Świadczyć może o tym choćby fakt, że banki nie tylko już w I połowie 2020 r. obniżyły oprocentowanie dla klientów korporacyjnych¹², ale trzy z nich zrezygnowały z oferty dla firm.

W kontekście odnotowanego w bankach wzrostu środków klientów detalicznych, które stanowią stabilne źródła ich finansowania, warto przyjrzeć się strukturze aktywów finansowych Polaków. W celu uchwycenia zmian, które były bezpośrednią reakcją gospodarstw domowych na wybuch pandemii, zostanie przedstawiona wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych¹³ w Polsce na koniec 2020 r. w porównaniu do końca 2019 r., a także zachodzące w nich zmiany, wywołane przede wszystkim wybuchem pandemii, ograniczeniem aktywności społeczno-ekonomicznej oraz wyjątkowo niskim poziomem stóp procentowych.

Zgodnie z informacją przedstawioną w raporcie NBP Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2020 r. (NBP 2021), na koniec grudnia 2020 r. ogółem aktywa finansowe gospodarstw domowych wyniosły 1,64 bln zł, co daje wzrost r/r o 15,5%. Wzrost ten potwierdzają również wyniki opracowanego na zlecenie Związku Banków Polskich (ZBP) raportu InfoKREDYT (ZBP 2020), według których na koniec 2020 r. aż 35% Polaków deklaruowało, że sytuacja po wybuchu pandemii zwiększyła ich skłonność do oszczędzania, a zmniejszyła do konsumpcji.

Analiza rysunku 5 pokazuje, że tradycyjnie Polacy najwięcej aktywów gromadzą w bankach (ponad 60%) oraz w gotówce (ponad 15%¹⁴). W poziomie i strukturze środków klientów w bankach również nastąpiły duże zmiany. Zgodnie z zestawieniem Biura Analiz Polskiego Funduszu Rozwoju S.A. (Kolasa 2021), widoczna jest

¹⁰ Zgodnie z informacją serwisu internetowego Rzeczypospolitej Polskiej poziom środków przeznaczonych dla firm to: 100 mld zł z Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju S.A. oraz 104,2 mld zł z Tarczy Antykryzysowej, zob. <https://www.gov.pl/web/tarczaantykryzysowa> (dostęp: 13.12.2021).

¹¹ Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2020 r., KNF, Departament Bankowości Komercyjnej i Specjalistycznej Zespół Analiz Sektora Bankowego, Warszawa lipiec 2021.

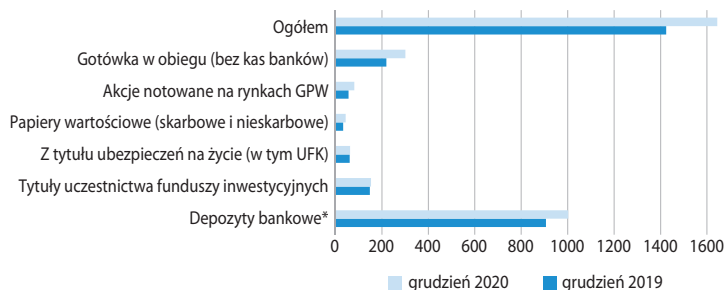
¹² Średnie stawki oprocentowania dla przedsiębiorstw obniżyły się z 0,95% w styczniu do 0,11% w lipcu i 0,1% w grudniu 2020 r. Por. *ibidem*.

¹³ W analizie nie uwzględniono m.in. środków na rachunkach w otwartych funduszach emerytalnych (OFE) czy środków przekazanych przez OFE do ZUS w lutym 2014 r. (brak możliwości swobodnego nimi dysponowania).

¹⁴ Dynamika przyrostu gotówki była największa na początku pandemii. Wynikała ona z obaw Polaków co do jej dostępności, w związku z przewidywanymi ograniczeniami wychodzenia z domu oraz ograniczeniami czasu pracy, a nawet zamknięciem oddziałów banków. Największy jej wpływ notowany był w okresie marzec – maj 2020 r., kiedy poziom gotówki w obiegu wzrósł o 54 mld zł. W kolejnych miesiącach sytuacja się ustabilizowała (NBP 2021).

wyraźna konwersja depozytów terminowych (spadek o prawie 34%) na środki bieżące (wzrost o ponad 30%). Zjawisko to było wynikiem obniżenia stóp procentowych i wycofania przez banki wielu ofert lokat bankowych¹⁵.

Rysunek 5. Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych na koniec grudnia 2019 r. i 2020 r.



* Suma depozytów bankowych i depozytów w SKOK-ach.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2020 r., NBP 2021, <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj2020.pdf> (dostęp: 21.12.2021).

Zmiany w poziomie i strukturze środków klientów w bankach miały swoje implikacje. Ich wzrost – wobec zamrożenia akcji kredytowej – spowodował istotną nadpłynność sektora bankowego. Wysoki poziom środków klientów korporacyjnych mógł przyczynić się do niekorzystnego z punktu widzenia płynności wzrostu koncentracji depozytów¹⁶. Z kolei transformacja depozytów terminowych na bieżące wprawdzie obniżyła koszty odsetkowe (choć przy notowanym ich wzroście i nadpłynności sektora bankowego), natomiast – koszty te, ze względu na brak możliwości wprowadzenia ujemnego oprocentowania (o czym w dalszej części artykułu), nadal utrzymywały się na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie nie można zapominać, że depozyty bieżące charakteryzują się mniejszą stabilnością niż depozyty terminowe, co – jak zostało zasygnalizowane powyżej – ma istotne znaczenie w budowaniu strategii modeli ALM.

Ze względu na wzrost skłonności społeczeństwa do oszczędzania oraz rządowe wsparcie podmiotów gospodarczych w ramach Tarczy Antykryzysowej, a także sygnalizowane już obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej po wybuchu pandemii, nastąpił napływ środków do banków i wzrost ich sum bilansowych. Istotny

¹⁵ Liczba lokat stopniowo zmniejszała się z 486 ofert w styczniu do 407 ofert w grudniu 2020 r. Zob. Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2020 roku, KNF, Departament Bankowości Komercyjnej i Specjalistycznej Zespół Analiz Sektora Bankowego, Warszawa lipiec 2021, s. 41.

¹⁶ Ryzyko koncentracji reguluje Rekomendacja C dotycząca zarządzaniem ryzykiem koncentracji, KNF, Warszawa maj 2016, źródło: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja-C_2016_47196.pdf (dostęp: 13.12.2021).

wzrost sumy bilansowej nie przełożył się na akcję kredytową¹⁷, skutkowałam więc zwiększonym popytem banków na papiery wartościowe. Banki nabywały głównie dłużne papiery oferowane przez rząd oraz wyspecjalizowane instytucje (BGK czy PFR¹⁸) (Olech i Miszczak 2020, s. 6) gwarantowane przez Skarb Państwa. Świadczyć o tym może informacja prezentowana przez NBP w Raporcie o stabilności systemu finansowego z grudnia 2020 r. Na koniec czerwca 2020 r., w porównaniu do końca 2019 r., wartość portfela tych obligacji w bankach zwiększyła się o 33%. Ich udział w aktywach sektora bankowego stanowił ponad 20% aktywów, a ich wartość przewyższała fundusze własne banków prawie 2,5-krotnie. Istotny jest również fakt, że ich udział w aktywach banków w Polsce kształtuje się na jednym z najwyższych poziomów wśród krajów UE¹⁹. O ile w latach ubiegłych relatywnie wysoki ich udział wynikał z wprowadzenia nowych nadzorczych norm ostrożnościowych w zakresie płynności²⁰ (i konieczności zwiększenia przez banki poziomu aktywów płynnych, które w Polsce utrzymywane są głównie w postaci dłużnych rządowych papierów wartościowych), a także obowiązującego podatku od niektórych instytucji finansowych, z którego podstawy opodatkowania wyłączone są obligacje skarbowe, o tyle w 2020 r. popyt na nie wynikał przede wszystkim z zaangażowania się sektora bankowego w finansowanie pomocy ze środków publicznych poprzez nabywanie papierów skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa. W tym świetle należy mieć na uwadze, że papiery, o których mowa, często o stałej stopie procentowej, kupowane w warunkach niskich stóp procentowych, mogą w dłuższej perspektywie dawać niesatysfakcjonujące wyniki finansowe, zwłaszcza w materializującej się perspektywie rosnących stóp procentowych²¹.

Działania podejmowane po wybuchu pandemii, z uwzględnieniem środowiska niskich stóp procentowych, wpływają więc negatywnie nie tylko na obniżenie wyniku finansowego (w tym wyniku odsetkowego), ale także na poziom i strukturę bilansu, co – wraz z charakterystyką oprocentowania poszczególnych pozycji bilansowych – ma z kolei przełożenie na profil ryzyka stopy procentowej w bankach.

¹⁷ Wprawdzie kredyty brutto dla gospodarstw domowych wzrosły o prawie 22 mld zł (tj. o 2,9%), jednak kredyty dla przedsiębiorstw spadły o 16,2 mld zł (tj. o 4,2%). Jednocześnie jakość kredytów pogorszyła się, ale może być i tak niedoszacowana w związku ze stosowanymi przez banki „wakacjami kredytowymi”. Zob. Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2020 roku, KNF, Departament Bankowości Komercyjnej i Specjalistycznej Zespół Analiz Sektora Bankowego, Warszawa lipiec 2021.

¹⁸ *Banki 2020. Raport o sytuacji ekonomicznej banków*, kwiecień 2021, s. 123.

¹⁹ Sektor bankowy posiadał prawie 50% emisji obligacji wyemitowanych przez Skarb Państwa. Zob. Raport o stabilności systemu finansowego. Ocena skutków pandemii COVID-19, NBP, Departament Stabilności Finansowej, Warszawa grudzień 2020 r., s. 15 i 55.

²⁰ Mowa tu o wskaźnikach płynności LCR oraz NSFR.

²¹ W dniach 6.10.2021, 3.11.2021 oraz 8.12.2021 RPP podjęła decyzje o wzroście stóp procentowych.

3. Zmiana profilu ryzyka stopy procentowej w bankach w Polsce po wybuchu pandemii COVID-19

Działania osłonowe gospodarki, w tym obniżenie stóp, miały, w ramach modeli ALM, wpływ nie tylko na wyniki i zmiany w strukturze bilansu banków, ale i na ryzyko księgi bankowej. Jak zostało to już we wstępie zasygnalizowane, w księdze tej identyfikuje się ryzyko płynności oraz ryzyko stopy procentowej. Problem mitygacji ryzyka płynności został uregulowany po globalnym kryzysie finansowym. Mowa tu m.in. o wdrożeniu dwóch norm ostrożnościowych, tj. wskaźnika płynności krótkoterminowej (ang. *liquidity coverage ratio*, LCR) oraz wskaźnika płynności długoterminowej (ang. *net stable funding ratio*, NSFR), a także dodatkowych wskaźników monitorowania płynności (ang. *Additional Liquidity Monitoring Metrics*, ALMM). W celu zapewnienia możliwości kompleksowej i porównywalnej oceny adekwatności systemu zarządzania ryzykiem płynności przez nadzór finansowy, analogicznie jak w przypadku adekwatności kapitałowej banków (ang. *Internal Capital Adequacy Assessment Process*, ICAAP), została wdrożona ocena adekwatności płynności wewnętrznej (ang. *Internal Liquidity Adequacy Assessment Process*, ILAAP)²², określająca, jakie informacje, istotne z perspektywy oceny płynności i ryzyka płynności, organy nadzorcze powinny uzyskiwać od banków w celu przeprowadzenia ocen zgodnie z kryteriami zawartymi w wytycznych (ang. *Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP), wynikającymi z II filara wymogów kapitałowych. Po wybuchu pandemii podjęte przez decydentów decyzje oraz zachowania klientów przyczyniły się pogłębienia nadpłynności sektora bankowego²³, a nowym wyzwaniem stało się zarządzanie płynnością śróddzienną w warunkach obniżonego przez RPP poziomu rezerwy obowiązkowej²⁴, ograniczającego poziom środków banków na rachunkach rozliczeniowych w NBP.

Znacznie ważniejsza obecnie może zaś okazać się materializacja ryzyka stopy procentowej w księdze bankowej. Poniżej przeprowadzono więc badanie, na podstawie którego oceniono, czy zmiany jakie zaszły po wybuchu pandemii, w tym obniżenie stóp procentowych, wpłynęły na profil tego ryzyka w bankach w Polsce. Ze względu na ograniczoną i często nieporównywalną prezentację informacji na temat zarządzania ryzykiem stopy procentowej w księdze bankowej w ujawnianych przez banki sprawozdaniach i raportach, analiza zmian w profilu IRRBB po wybuchu pandemii zostanie przeprowadzona na przykładzie wybranych banków

²² ICAAP i ILAAP zostały określone w Wytycznych dotyczących informacji na temat ICAAP oraz ILAAP gromadzonych do celów procesu przeglądu i oceny nadzorczej (SREP), 10 lutego 2017 r. (EBA/GL/2016/10).

²³ Na koniec 2020 r. w bankach komercyjnych średni poziom LCR osiągnął wartość 193%. Zjawisko to nie będzie dalej analizowane. Zob. Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2020 roku, KNF, Departament Bankowości Komercyjnej i Specjalistycznej Zespół Analiz Sektora Bankowego, Warszawa lipiec 2021.

²⁴ 17.03.2020 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,5%, a 7.10.2020 r. podwyższyła stopę rezerwy obowiązkowej z 0,5% do 2%. Poziom rezerwy obowiązkowej jest zatem nadal niższy od poziomu sprzed wybuchu pandemii (3,5%).

komercyjnych w Polsce. Dane zaprezentowane przez te banki oraz pojawiające się na raporty (Olech i Miszczak 2020, s. 8) wskazują mianowicie, że wzrost ekspozycji sektora bankowego na to ryzyko został dostrzeżony. Analiza zmian w profilu IRRBB zostanie poprzedzona syntetyczną charakterystyką tego ryzyka, w celu przybliżenia jego podstawowych aspektów.

Zgodnie z definicją sformułowaną przez Europejski Nadzór Bankowy (EBA) w jego Wytycznych²⁵, jest to ryzyko zmiany obecnego i przyszłego wyniku odsetkowego (ang. Net Interest Income, NII) oraz wartości rynkowej kapitału banku pod wpływem zmian stóp procentowych (ang. Economic Value of Equity, EVE). Wpływ na wynik finansowy materializuje się we wpływie na wynik odsetkowy (WO). Z kolei wartość rynkowa kapitału banku (zwana też wartością ekonomiczną kapitału – WEK (Cicirko 2012)) to wartość kapitału oszacowana jako różnica między wartością rynkową należności i zobowiązań. Celem zarządzania ryzykiem stopy procentowej w księdze bankowej jest więc mitygacja kosztów utraconych korzyści oraz strat ponoszonych w wyniku zmian stóp tak, by nie przekraczały akceptowalnej wrażliwości wyniku odsetkowego oraz wartości ekonomicznej kapitału na zmiany stóp procentowych²⁶ (Nowak 2021, s. 313) Jest to osiąganę poprzez odpowiednie kształtowanie struktury bilansu banku, przy uwzględnieniu zarówno zmian zachodzących w banku, jak i jego otoczeniu.

Z informacji publikowanych w 2020 r. przez banki w zakresie IRRBB widać wyraźnie, że po wybuchu pandemii profil tego ryzyka uległ zmianie. Świadczyć o tym mogą ujawnione dane dotyczące wrażliwości wyniku odsetkowego (NII) oraz wrażliwości wartości ekonomicznej kapitału (EVE) po wybuchu pandemii przez (przykładowo): PKO BP S.A., BOŚ S.A. oraz Santander Bank Polska S.A. (tabele 1–3).

Tabela 1. Miary ryzyka stopy procentowej księgi bankowej w PKO BP S.A. w 2020 r. i 2019 r.

| Nazwa miary | 31.12.2020 | 31.12.2019 |
|--|------------|------------|
| Wrażliwość dochodu odsetkowego (mln PLN) | -527 | -907 |
| Wrażliwość wartości ekonomicznej (mln PLN) | -443 | -266 |

Źródło: Sprawozdanie finansowe PKO Banku Polskiego S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, www.pkobp.pl (dostęp: 25.10.2021).

²⁵ Wytyczne w sprawie zarządzania ryzykiem stopy procentowej z tytułu działalności zaliczanej do portfela bankowego, 19 lipca 2018 r. (EBA/GL/2018/02).

²⁶ W przypadku badania wrażliwości WO najczęściej przyjmuje się zmianę stóp procentowych o +/-100 pb., w przypadku WEK – o +/-200 pb.

Tabela 2. Miary ryzyka stopy procentowej księgi bankowej w BOŚ S.A. w 2020 r. i 2019 r.

| | ΔWO | | ΔWEK | |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | -100 p.b. | +100 p.b. | -200 p.b. | +200 p.b. |
| 31.12.2020 | -95 408 | 39 378 | 67 413 | -98 089 |
| 31.12.2019 | -43 737 | 33 718 | 29 975 | -66 589 |
| Zmiana | -51 671 | 5 660 | 37 433 | -31 496 |

Źródło: Sprawozdanie finansowe Banku Ochrony Środowiska Spółki Akcyjnej za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, <https://www.bosbank.pl> (dostęp: 25.10.2021).

Tabela 3. Miary ryzyka stopy procentowej księgi bankowej w Santander Bank Polska S.A. w 2020 r. i 2019 r.

| Jednodniowy okres utrzymywania pozycji | Wrażliwość wyniku odsetkowego netto (NII) | | Wrażliwość ekonomiczna kapitału (MVE) | |
|--|---|------------|---------------------------------------|------------|
| | 31.12.2020 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2019 |
| Maksymalny | 410 | 298 | 613 | 360 |
| Średni | 334 | 273 | 339 | 194 |
| Na koniec okresu | 396 | 292 | 135 | 168 |
| Wartość limitu | 505 | 355 | 540 | 500 |

Źródło: Sprawozdanie finansowe Santander Bank Polska S.A. za 2020 rok, <https://www.santander.pl> (dostęp: 25.10.2021).

Powyzsze informacje wskazują, że w 2020 r., w porównaniu do 2019 r., poziom tych wrażliwości uległ zmianie. W 2020 r. versus 2019 r. w PKO BP S.A. obniżyła się wrażliwość wyniku odsetkowego o 380 mln zł (tj. z -907 mln zł do -527 mln zł), natomiast wrażliwość wartości ekonomicznej – wzrosła o 177 mln zł. Zmiany były notowane również w dwóch pozostałych bankach, przy czym w Santander Bank Polska S.A. ujawniono także informację o zmianie poziomu limitów apetytu / tolerancji na IRRBB, tzn. w przypadku WO – limit wzrósł z 355 do 505, natomiast limit WEK – z 500 do 540. Zmiana poziomu limitów jednoznacznie wskazuje na wzrost ekspozycji tego banku na IRRBB.

Nie tylko dane liczbowe, ale i opisy zawarte w sprawozdaniach finansowych banków podkreślały, że najistotniejszym ryzykiem księgi bankowej jest ryzyko stopy procentowej. Przykładowo, zgodnie z ujawnieniem Bank Millennium S.A.²⁷, ekspozycje

²⁷ Sprawozdanie finansowe Banku Millennium S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, www.bankmillennium.pl (dostęp: 25.10.2021).

zycja na to ryzyko wynikała przede wszystkim z niedopasowania terminów przeszacowania należności i zobowiązań (bez uwzględnienia kapitału własnego), w tym głównie należności i zobowiązań o stałym oprocentowaniu (lub o stopie na poziomie 0%). Negatywny wpływ tego niedopasowania na wynik odsetkowy pogłębiała ustalona prawnie górna granica oprocentowania kredytów konsumpcyjnych, które nie może być wyższe niż dwukrotność stopy referencyjnej, powiększonej o 7 pp. W przypadku banków istotnie zaangażowanych w ten rodzaj kredytowania, w warunkach niskich i dodatkowo obniżonych stóp NBP (w tym – stopy referencyjnej) – wpływ na wynik jest negatywny²⁸. mBank S.A. z kolei poinformował o całkowitym odwróceniu w 2020 r. strukturalnej pozycji wrażliwości wartości ekonomicznej, która spowodowała zmianę tej wrażliwości ze spadku stóp procentowych na wzrost. Jako podstawowe przyczyny podał: znaczny wzrost salda na rachunkach bieżących (w przypadku zobowiązań wobec banków - wzrost o prawie 208%, wobec klientów – wzrost o ponad 38%), przy czym zdecydowana większość środków od klientów charakteryzowała się stałym oprocentowaniem²⁹. Ten sam problem sygnalizował Santander Bank Polska S.A., który raportował nawet o przekroczeniu w II kw. 2020 r. wewnętrznych limitów monitorujących wrażliwość WEK na zmiany stóp. Również w tym banku wynikało to z istotnego wzrostu salda środków klientów (nieoprocentowanych, bez terminu wymagalności) oraz napływu środków w ramach rządowych programów pomocowych, realizowanych w związku z pandemią. Aby zneutralizować wzrost ryzyka stopy, bank ten zwiększył skalę inwestycji w papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu³⁰. Bank Pekao S.A. wskazał na zmiany wrażliwości zarówno WO, jak i WEK, czego przyczyną również były obniżki stóp procentowych, zwiększenie płynności sektora bankowego (jako reakcji na pandemię COVID-19) oraz asymetryczność zmiany oprocentowania po stronie należności i zobowiązań w scenariuszach spadku / wzrostu stóp procentowych³¹. Bank podkreślił, że w celu mitygacji tego ryzyka na bieżąco monitorował zmiany zachodzące w otoczeniu, strukturze bilansu oraz ofercie produktowej i jej oprocentowaniu³². ING Bank Śląski S.A. również zaraportował zwiększenie wrażliwości wyniku z tytułu odsetek w scenariuszu spadku stóp procentowych (równoległy spadek o -125 pb.). W związku z obniżeniem stóp procentowych przez Radę Polityki

²⁸ Zgodnie z ww. rozwiązaniami prawnymi w marcu 2020 r., przy stopie referencyjnej na poziomie 1,5% – oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych nie mogło być wyższe niż 10%, po ostatniej – trzeciej obniżce stóp przez RPP w maju 2020 r. – oprocentowanie to spadło do 7,2%.

²⁹ Sprawozdanie finansowe mBanku S.A. według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej za 2020 rok, www.mbank.pl (dostęp: 03.11.2021).

³⁰ Sprawozdanie finansowe Santander Bank Polska S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, www.santander.pl (dostęp: 25.10.2021).

³¹ Mowa tu o braku możliwości obniżenia niskiego, bądź zerowego oprocentowania po stronie zobowiązań (przy założeniu braku możliwości wprowadzenia ujemnego oprocentowania) w porównaniu do oprocentowania po stronie należności, co zwiększa ekspozycję wrażliwości wyniku odsetkowego. W przypadku wzrostu stóp – takie ograniczenia dotyczą jedynie wyżej opisanego ograniczenia wzrostu oprocentowania kredytów konsumpcyjnych.

³² Jednostkowe sprawozdanie finansowe Banku Pekao S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, www.pekao.com.pl (dostęp: 25.10.2021).

Pieniężnej, nastąpiła aktywacja minimalnego poziomu zero na cenie klienta w scenariuszach spadku stóp procentowych (przede wszystkim aktywacja na poziomie 0% na cenie klienta dla rachunków oszczędnościowych klientów detalicznych)³³.

Potwierdzenie obserwacji zaraportowanych przez banki znalazło swoje odzwierciedlenie również w raportach instytucji związanych z rynkiem finansowym. Jako przykład można wskazać Raport EY pt. *Jak wygląda sytuacja sektora bankowego w Polsce po I półroczu 2020 roku?*, w którym podkreślono istotny wpływ zmian w bilansach banków (tzn. wzrost salda rachunków bieżących oraz portfeli papierów wartościowych) na profil ryzyka banków. Zmiany te przełożyły się na gwałtowny wzrost miar płynności oraz wrażliwości wartości ekonomicznej, a także na tendencję zmniejszania wrażliwości wyników odsetkowych (Olech i Miszczak 2020, s. 8). Widać wyraźnie, że profil ryzyka IRRBB uległ istotnej ewolucji.

Ryzyko stopy procentowej już kilka lat temu zostało dostrzeżone także przez nadzór finansowy i obecnie traktowane jest jako szczególnie istotne. Znalazło to wyraz w Wytycznych EBA w sprawie zarządzania ryzykiem stopy procentowej z tytułu działalności zaliczanej do portfela bankowego z 2018 r. (EBA/GL/2018/02) oraz w projekcie nowelizacji Rekomendacji G dotyczącej zarządzania ryzykiem stopy procentowej w bankach, której założenia zostały przyjęte przez KNF w lutym 2019 r.³⁴ Oprócz badania wpływu zmian stóp na wynik finansowy oraz wartość ekonomiczną kapitału nadzorcy obligują banki do przeprowadzania stress testów, a także do modelowania zachowań klientów. KNF w Rekomendacji G narzuca obligatoryjność kontroli ryzyka stopy procentowej zarówno w księdze bankowej, jak i handlowej. Stanowisko nadzoru co do ryzyka stopy jest jak najbardziej zasadne, zwłaszcza w świetle wspomnianego tu przykładu problemów amerykańskich S&L, gdzie zawiął przede wszystkim brak kontroli nad tymi instytucjami, ale pierwotną przyczyną był brak świadomości istnienia i kontroli ryzyka stopy procentowej, spowodowanego niedopasowaniem terminów przeszacowania oprocentowania po aktywnej i pasywnej stronie bilansu, a właściwie – brak możliwości elastycznego dopasowywania oprocentowania kredytów do zmiany stóp procentowych³⁵.

Podsumowanie

Zarządzanie aktywami i pasywami nabiera coraz większego znaczenia w modelach biznesowych banków w Polsce, w tym dostosowywanie oprocentowania po stronie aktywów i pasywów do zmian stóp rynkowych, utrzymująca się nadpłynność sektora bankowego, a także wzrost udziału pozycji bilansowych o stałym oprocentowa-

³³ Jednostkowe sprawozdanie finansowe ING Banku Śląskiego S.A. 2020, www.ing.pl (dostęp: 15.12.2021).

³⁴ https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=64612&p_id=18 (dostęp: 01.12.2021).

³⁵ Podobna sytuacji miała miejsce w przypadku upadku Barings Banku, którego, mimo że głównym powodem była niewłaściwa kontrola, to pierwotną przyczyną był brak świadomości ryzyka rynkowego i jego skutków.

niu (papierów wartościowych). Oddziaływanie tych zmian jest wielokierunkowe, począwszy od zmian w strukturze bilansów, przez obniżenia wyniku finansowego do analizowanej w artykule zmiany profilu ryzyka stopy procentowej.

Niski poziom stóp niewątpliwie negatywnie wpływa na marżę odsetkową i wynik odsetkowy. Banki muszą więc szukać innych, pozaodsetkowych źródeł dochodu. Czynią to wprowadzając nowe prowizje czy opłaty lub podwyższając dotychczasowe. Zmiany te następują w warunkach dużej konkurencji na rynku usług finansowych, a także wysokich oczekiwań co do ochrony praw konsumenta, w naturalny sposób spotykając się z niezadowolaniem klientów. Tym bardziej, że ci ostatni przyzwyczaili się do tzw. taniej bankowości, są wrażliwi cenowo, wreszcie stają się nielojalni, na co wskazują m.in. systematycznie prowadzone badania³⁶. W odpowiedzi banki oferują nowe rodzaje usług, nie tylko o charakterze finansowym, które pozwalają na dywersyfikację portfela usług oraz wygenerowanie dodatkowych dochodów. Natomiast bardzo niski poziom oprocentowania depozytów, zwłaszcza w porównaniu do poziomu inflacji, zmienia również preferencje klientów co do lokowania oszczędności, w tym zwiększając udział depozytów bieżących. Zmiana ta wprawdzie ogranicza koszty odsetkowe, ale jednocześnie wymaga odmiennego podejścia banków do monitorowania oraz szacowania tzw. osadu na rachunkach bieżących, który stanowi podstawę do transformacji terminu krótkookresowych depozytów w kredyty.

Zmiany struktury bilansów banków w Polsce, w postaci wzrostu salda rachunków bieżących oraz większego udziału portfeli papierów wartościowych, przełożyły się istotnie na profil ryzyka w modelach ALM. Chodzi zwłaszcza o wzrost miar płynności oraz wrażliwości wyniku odsetkowego i wartości ekonomicznej kapitału. Wynik odsetkowy wykazuje wrażliwość na utrzymywanie się stóp procentowych na niskim poziomie w długim okresie, a także ich spadek. Z kolei ograniczanie akcji kredytowej (charakteryzującej się zmiennym oprocentowaniem) i poszukiwanie przez banki źródeł większego dochodu (np. poprzez inwestycje w papiery wartościowe emitowane przez Polski Fundusz Rozwoju o stałym oprocentowaniu)³⁷, zwiększa wrażliwość wartości ekonomicznej kapitału na wzrost stóp procentowych (Olech i Miszczak 2020, s. 8).

Wprawdzie wyniki stress testów przeprowadzonych przez NBP (na danych z czerwca 2020 r.) dowodzą, że wrażliwość na zmiany czynników rynkowych nie jest szczególnie istotna, biorąc pod uwagę historycznie notowane zmienności (Narodowy Bank Polski 2020a, s. 56), jednak banki zauważyły to ryzyko i zastosowały strategie zabezpieczające³⁸. Potwierdzeniem wykorzystywania takich strategii jest

³⁶ M.in. zgodnie z badaniami przeprowadzonymi na zlecenie PwC w 2020 r., dla 40% klientów cena jest najważniejszym czynnikiem przy wyborze takich produktów bankowych, jak: kredyt hipoteczny, depozyt czy konto oszczędnościowe. Jednocześnie jedna zauważona przez klientów zmiana w taryfie opłat i prowizji banku skutkuje tym, że odsetek klientów deklarujących chęć zmiany banku rośnie trzykrotnie. Źródło: <https://serwisy.gazetaprawna.pl/finanse-osobiste/artykuly/1494174,klenci-staja-sie-coraz-bardziej-wrazliwi-na-ceny.html> (dostęp: 06.12.2021).

³⁷ <https://pfrsa.pl/relacje-inwestorskie/obligacje-pfr.html> (dostęp: 25.10.2021).

³⁸ Chodzi tu o odpowiednie strategie rachunkowości zabezpieczeń. Por. Rozdz. 7 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 1 października 2010 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości banków (Dz.U.2019.957 t.j.).

m.in. informacja ujawniona przez PKO BP S.A. o zawarciu transakcji zabezpieczających IRS³⁹ czy informacja Banku Pekao S.A. o zabezpieczaniu rachunków bieżących oraz ochrony wyniku odsetkowego w środowisku niskich stóp, przy zakupie obligacji stałokuponowych, za pomocą strategii hedgingowych i transakcji pochodnych (ang. Interest Rate Swap, IRS)⁴⁰.

Jak wynika z analizy przeprowadzonej na podstawie wybranych banków, dostrzegły one zagrożenie ryzykiem stopy procentowej księgi bankowej i stosowały strategie mitygujące. W 2020 r., w warunkach nadpłynności całego sektora bankowego, aktywnie dostosowywały oprocentowanie depozytów do zmieniających się warunków rynkowych⁴¹. Odnotowały jednak pogorszenie wyniku odsetkowego, który przełożył się na ich wyniki finansowe. Na koniec 2020 r. uwidocznił się spadek wskaźnika ROA: -0,7 pp. r/r; ROE: -6,4 pp. r/r, natomiast wskaźnika wyniku odsetkowego (NIM): -0,4 pp. r/r (KNF 2021).

Kolejne wyzwania dla modeli ALM banków mogą wynikać z zapoczątkowanych przez RPP w październiku 2021 r. podwyżek podstawowych stóp NBP⁴². Wywołany tym wzrost stóp rynkowych najprawdopodobniej będzie prowadzić m.in. do wzrostu oprocentowania depozytów, zachęci klientów do transferu środków z depozytów bieżących na długoterminowe lokaty, a tym samym – zwiększy koszty odsetkowe bieżących i krótkoterminowych depozytów. Obecnie jednak jest jeszcze zbyt wcześnie, aby móc poddać analizie skutki decyzji Rady.

Bibliografia

Adrianowski D., *Prognozy zmian modeli biznesowych przedsiębiorstw bankowych ze względu na pandemię COVID-19*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2020, tom XXI, zeszyt 4.

Altavilla C., Burlon L., Giannetti M., Holton S., *Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms*, European Central Bank Working Paper 2019, revised June 2020, No. 2289.

Apanowicz J., *Metodologia ogólna*, Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu, Gdynia 2002.

Banki 2020. Raport o sytuacji ekonomicznej banków, na zlecenie ZBP, WIB, Nr 11/2021, kwiecień 2021, https://www.zbp.pl/getmedia/4177370b-e5ec-475a-ad09-03bf6cc77e61/ZBP_BANKI2020_FINAL (dostęp: 30.10.2021).

Barembuch A., Gostomski E., *Konsekwencje niskich stóp procentowych dla wybranych grup interesariuszy: gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i banków*, „Pieniądze i Więź” 2020, vol. 23, nr 2(87).

³⁹ Sprawozdanie finansowe PKO Banku Polskiego S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, [www.pkobp.pl](http://pkobp.pl) (dostęp: 25.10.2021).

⁴⁰ Jednostkowe Sprawozdanie Finansowe Banku Pekao S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, <https://www.pekao.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty-i-sprawozdania/raporty.html?year=2020&category=annual-reports&category=financial-statements> (dostęp: 25.10.2021).

⁴¹ *Banki 2020. Raport o sytuacji ekonomicznej banków*, kwiecień 2021, s. 125.

⁴² <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm> (dostęp: 04.11.2021).

Bednarczyk J. L., Brzozowska-Rup K., *Nowe wyzwania dla polityki pieniężnej. Czy wraca priorytet wzrostu gospodarczego?*, „Ekonomista” 2018, nr 3.

Bohn A., Elkenbracht-Huizing M. (eds.), *The Handbook of ALM in Banking: Managing New Challenges for Interest Rates, Liquidity and the Balance Sheet*, 2nd edition, Risk Books, London 2018.

Chaudron R., *Bank profitability and risk taking in a prolonged environment of low interest rates: a study of interest rate risk in the banking book of Dutch banks*, De Nederlandsche Bank Working Paper October 2016, No. 526.

Cicirko T., *Efektywne zarządzanie kapitałem banku komercyjnego w Polsce w świetle standardów adekwatności kapitałowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.

Deliovorias A., *Low and negative interest rates. Overview of policy aims and possible effects*, European Parliamentary Research Service, September 2016 – PE 589.782.

Eggertsson G.B., Juelsrud R.E., Summers L.H., Getz Wold, E., *Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel*, NBER Working Paper 2019, revised September 2020, No. 25416.

Gnan E., Beer C., *Asset-liability management with ultra-low interest rates*, Vienna, SUERF Study 2015/2.

Hałaj G., *Przegląd metod badania płynności banków*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 7.

Heider F., Saidi, F., Schepens, G., *Life below Zero: Bank Lending under Negative Policy Rates*, „Review of Financial Studies” 2019, vol. 32(10).

<https://michaelstrom.pl/raporty-i-analizy/artykuly/296/jak-wzrost-stop-procentowych-i-wynagrodzen-wplynie-na-zdolnosc-kredytowa-polakow> (dostęp: 20.12.2021).

<https://pfrsa.pl/relacje-inwestorskie/obligacje-pfr.html> (dostęp: 25.10.2021).

<https://serwisy.gazetaprawna.pl/finanse-osobiste/artykuly/1494174,klienci-staja-sie-co-raz-bardziej-wrazliwi-na-ceny.html> (dostęp: 06.12.2021).

<https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-/roczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych/> (dostęp: 25.10.2021).

https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=64612&p_id=18 (dostęp: 01.12.2021).

<https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm> (dostęp: 04.11.2021).

https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm (dostęp: 25.10.2021).

Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2020 roku, Komisja Nadzoru Finansowego, Departament Bankowości Komercyjnej i Specjalistycznej Zespół Analiz Sektora Bankowego, Warszawa lipiec 2021, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Informacja_na_temat_sytuacji_sektora_bankowego_w_2020_roku.pdf (dostęp: 30.10.2021).

Iwanicz-Drozdowska M., *Zarządzanie finansowe bankiem w erze cyfrowej*, PWE, Warszawa 2021.

Jednostkowe Sprawozdanie Finansowe Banku Pekao S.A. za rok zakończony dnia 31 grudnia 2020, <https://www.pekao.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty-i-sprawozdania/ra>

porty.html?year=2020&category=annual-reports&category=financial-statements (dostęp: 25.10.2021).

Jednostkowe sprawozdanie finansowe ING Banku Śląskiego S.A. 2020, <https://www.ing.pl/relacje-inwestorskie/wyniki-finansowe> (dostęp: 15.12.2021).

Khoury S.J., Pal P.C., *Negative Interest Rates*, „Journal of Risk and Financial Management” 2020, 13(5), 90.

Kolasa M., *Comiesięczne zestawienie informacji o oszczędnościach Polaków – sierpień 2021 r.*, Biuro Analiz Polskiego Funduszu Rozwoju S.A., 2021 r., https://pfr.pl/dam/jcr:75d8c7e-a-7478-482d-9a32-6eefa73833f7/PFR_Oszcz%C4%99dno%C5%9Bci_210813.pdf (dostęp: 30.10.2021).

Kozak S., *Wpływ niskich stóp procentowych na dochody sektora bankowego w latach 2008–2014*, „Zarządzanie Finansami i Rachunkowość” 2016, vol. 4, nr 1.

Memmel C., Seymen A., Teichert M., *Banks’ interest rate risk and search for yield: a theoretical rationale and some empirical evidence*, Discussion Paper, No. 22/2016, Deutsche Bundesbank.

Molyneux P., Reghezza A., Xie R., *Bank margins and profits in a world of negative rates*, „Journal of Banking & Finance”, October 2019, vol. 107, 105613.

Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego. Ocena skutków pandemii COVID-19*, 2020a, grudzień, <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf122020.pdf> (dostęp: 30.11.2021).

Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego, Wydanie specjalne: skutki pandemii COVID-19*, 2020b, czerwiec, <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf062020.pdf> (dostęp: 25.10.2021).

Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego*, 2021a, czerwiec, <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf062021.pdf> (dostęp: 30.10.2021).

Narodowy Bank Polski, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2020 r.*, 2021b, <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj2020.pdf> (dostęp: 21.12.2021).

Nasir M.A., *Zero Lower Bound and negative interest rates: Choices for monetary policy in the UK*, „Journal of Policy Modeling” 2021, 43(1).

Niedźwiedzińska J., *Initial monetary policy response to the COVID-19 pandemic in inflation targeting economies*, NBP Working Paper No. 335, Warsaw 2020.

Nowak A.K., *Zarządzanie ryzykiem banków*, [w:] *Finanse u progu trzeciej dekady XXI wieku*, tom I, J. Ostaszewski, M. Iwanicz-Drozdowska (red. nauk.), Difin, Warszawa 2021.

Nowak A.K., *Ryzyko struktury bilansu*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, M. Iwanicz-Drozdowska (red. nauk.), Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2017.

Olech D., Miszczak J., *Jak wygląda sytuacja sektora bankowego w Polsce po I półroczu 2020 roku?*, „Biuletyn Ryzyka” 2020, 3, EY, https://www.ey.com/pl_pl/biuletyn-ryzyka/jak-wyglada-sytuacja-sektora-bankowego-w-polsce-po-i-polroczu-20 (dostęp: 30.10.2021).

Rekomendacja C dotycząca zarządzaniem ryzykiem koncentracji, KNF, Warszawa maj 2016, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_C_2016_47196.pdf (dostęp: 13.12.2021).

Rogoff K., *Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound*, „Journal of Economic Perspectives” 2017, Vol. 31, No. 3.

Rosati D.K., *Nowe tendencje w polityce pieniężnej po kryzysie finansowym 2008–2012*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, nr 4(82), cz. 1.

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 1 października 2010 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości banków (Dz.U.2019.957 t.j.).

Rzońca A., *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.

Sprawozdanie finansowe Alior Banku S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, www.aliorbank.pl (dostęp: 25.10.2021).

Sprawozdanie finansowe Banku Millennium S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, www.bankmillennium.pl (dostęp: 25.10.2021).

Sprawozdanie finansowe Banku Ochrony Środowiska Spółki Akcyjnej za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, <https://www.bosbank.pl> (dostęp: 25.10.2021).

Sprawozdanie finansowe mBanku S.A. według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej za 2020 rok, www.mbank.pl (dostęp: 25.10.2021).

Sprawozdanie finansowe PKO Banku Polskiego S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, www.pkobp.pl (dostęp: 25.10.2021).

Sprawozdanie finansowe Santander Bank Polska S.A. za 2020 rok, <https://www.santander.pl> (dostęp: 25.10.2021).

Sułkowski Ł., *Covid-19 pandemic; recession, virtual revolution leading to de-globalization?*, „Journal of Intercultural Management” 2020, vol. 12, No. 1.

Ulate Campos M., *Going Negative at the Zero Lower Bound: The Effects of Negative Nominal Interest Rates*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2019–21, September 2019.

Walter J.R., *The 3-6-3 Rule: An Urban Myth?*, „Economic Quarterly”, Federal Reserve Bank of Richmond winter 2006, vol. 92/1.

Zarządzanie ryzykiem bankowym, M. Iwanicz-Drozdowska (red. nauk.), Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2017.

Zombirt J., *Nowa Umowa Kapitałowa: ewolucja czy rewolucja*, CeDeWu, Warszawa 2007.

Związek Banków Polskich, *Raport InfoKREDYT*, grudzień 2020, https://alebank.pl/wp-content/uploads/2020/12/ZBP_InfoKredyt_2020_RAPORT.pdf (dostęp: 30.10.2021).

Andrzej Dżuryk*

ORCID: 0000-0002-4055-7773

dzuryk@poczta.onet.pl

Perspektywy rozwoju europejskich obligacji zabezpieczonych

Streszczenie

Pomysł stworzenia nowego instrumentu rynku kapitałowego narodził się z idei unii rynków kapitałowych. Czerpie on inspirację przede wszystkim z bardzo dobrego doświadczenia listów zastawnych, które zapewniają stabilne, długoterminowe i stosunkowo tanie źródło finansowania działalności bankowej, przyczyniając się jednocześnie do budowania stabilności systemu finansowego. Europejskie obligacje zabezpieczone realizują cele unii rynków kapitałowych wspierając finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw, stanowiących trzon unijnej gospodarki, a które zostały szczególnie dotknięte kryzysem wywołanym COVID-19. Identyfikacja przesłanek rozwoju ESNs, które zostały przedstawione w niniejszym artykule, wpisuje się w potrzebę odbudowy postpandemicznej gospodarki europejskiej.

Słowa kluczowe: europejskie obligacje zabezpieczone, listy zastawne, małe i średnie przedsiębiorstwa, finansowanie odbudowy gospodarki, zrównoważone finansowanie, unia rynków kapitałowych

JEL: G18, G28

Development Perspectives of European Secured Notes

Abstract

The idea of creating a new capital market instrument emerged from the concept of Capital Markets Union. It draws inspiration primarily from the very good experience of covered bonds, which provide a stable, long-term and relatively cheap source of financing banking activities, while contributing to building the stability of the financial system. European Secured Notes fulfill the aims of the Capital Markets Union by supporting the financing of small and medium enterprises, which are the backbone of the EU economy, and which have been particularly hard hit by the COVID-19 crisis. The identification of the requirements for the

* Andrzej Dżuryk – dr, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, Katedra Bankowości i Finansów.

development of ESNs, presented in this article, fits with the needs of the recovery of the post-pandemic European economy.

Key words: European Secured Notes, covered bonds, small and medium enterprises, financing economic recovery, ESG financing, Capital Markets Union

Wstęp

Pomysł europejskich obligacji zabezpieczonych (*European Secured Notes*, ESN), umożliwiających, podobnie jak listy zastawne (*covered bonds*) dla kredytów hipotecznych, długoterminowe finansowanie działalności bankowej w segmencie kredytowania małych i średnich przedsiębiorstw (*small and medium enterprises*, SME), narodził się w ramach debaty Unii Rynków Kapitałowych (*Capital Markets Union*, CMU)¹.

ESNs czerpią z sukcesu listów zastawnych, wykorzystują najlepsze praktyki rynkowe finansowania działalności bankowej i adresują potrzeby inwestorów instytucjonalnych. Ideą nowego produktu finansowego jest, aby był on dostępny w sytuacjach stresowych, działał antycyklicznie i zapewniał ciągłość podaży zrównoważonego prywatnego finansowania realnej gospodarki, tak jak funkcję tę bardzo dobrze spełniają listy zastawne (Grossmann i Stöcker 2015, s. 110–111).

Idea nowego instrumentu kapitałowego zyskała na znaczeniu na skutek inicjatywy KE nowego planu działania Unii Rynków Kapitałowych (*European Commission's new CMU Action Plan (Capital markets union 2020 action plan... 2020)*) oraz z uwagi na możliwość wykorzystania ESNs do odbudowy pokryzysowej gospodarki. Kryzys spowodowany pandemią COVID-19, który dotknął w szczególności segment SME będący filarem europejskiej gospodarki, wymaga wszechstronnych i skoordynowanych działań.

Celem artykułu jest próba identyfikacji perspektyw rozwoju europejskich obligacji zabezpieczonych jako nowego instrumentu rynku kapitałowego i roli jaką mogą one odegrać w odbudowie gospodarki europejskiej po kryzysie spowodowanym pandemią COVID-19.

¹ Projekt Unii Rynków Kapitałowych ma na celu ułatwienie napływu inwestycji z innych krajów oraz przepływu i transferu kapitału głównie do spółek z sektora małych i średnich przedsiębiorstw w ramach UE m.in. przez zwiększenie finansowania przez rynki kapitałowe względem klasycznego finansowania bankowego (Rezolucja Parlamentu Europejskiego 2015; *Unia Rynków Kapitałowych* 2015).

1. Rekomendacje EBA

KE wystąpiła do EBA o przygotowanie rekomendacji standardu ESNs, które ta opublikowała w czerwcu 2018 roku (*EBA Report on European Secured Notes (ESNS) 2018*). Rekomendacje te w dużym stopniu czerpią z sukcesu zharmonizowanych ram europejskich listów zastawnych (*European Covered Bond Framework*) (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162).

1.1. Standaryzacja produktowa

Zgodnie z rekomendacją EBA, ESNs powinny być instrumentami o podwójnym regresie, aby inwestorzy mieli pierwszorzędne roszczenie do portfela kredytowego stanowiącego pulę zabezpieczeń (*cover pool*) oraz bezpośrednie roszczenie do banku emitującego lub gwarantującego ESNs, czyli tak jak ma to miejsce w przypadku listów zastawnych.

Główne różnice między kredytami SME, na których zabezpieczone są ESNs, a kredytami hipotecznymi, na których zabezpieczone są listy zastawne, są następujące (Vogel i in. 2020, s. 4):

- kredyty SME mają wyższe wskaźniki szkodowości i są mniej jednorodne niż kredyty hipoteczne;
- dane o jakości kredytowej kredytów SME nie są ustandaryzowane, co utrudnia pożyczkodawcom i inwestorom precyzyjne określenie oraz porównanie jakości tych kredytów;
- kredyty SME są zazwyczaj niezabezpieczone, więc pożyczkodawcy zwykle nie mogą wykorzystać wskaźnika LtV do szacowania ryzyka tych aktywów w odróżnieniu od kredytów hipotecznych.

EBA przedstawiła szczegółowe zalecenia standardu produktowego ESNs oraz to, w jaki sposób należy zaadoptować model listu zastawnego do charakterystyki kredytów SME, aby ograniczyć wskazane wyżej ryzyka:

- każdy pożyczkobiorca w ramach puli zabezpieczającej powinien być przedsiębiorstwem o rocznych obrotach nie przekraczających 50 milionów euro²;
- tylko zarejestrowane instytucje kredytowe UE mogą emitować ESNs³;

² Z uwagi na różnice w definiowaniu SME między krajami członkowskimi UE, EBA zaleciła przyjęcie wspólnej definicji dla ujednoczenia ram ESNs, SME i zaproponowała wykorzystanie definicji przyjętej w art. 501(2) *Capital Requirement Regulation* (CRR), która jest szeroko stosowana w ramach instytucji unijnych. Ponadto zaletą definicji CRR jest to, że obejmuje ona większą liczbę kredytów SME niż inne definicje, a jej wykorzystanie umożliwiłoby zakwalifikowanie ESNs SME do preferencyjnego traktowania ostrożnościowego w zakresie wykorzystania kapitału (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013).

³ Wymóg ten ma zapewnić, że ESNs będą się kwalifikować do preferencyjnego traktowania w ramach *Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities Directive* (UCITS), co umożliwia swobodę działania schematów wspólnego finansowania w ramach UE na podstawie autoryzacji danego kraju członkowskiego (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/EU).

- ESNs powinny być instrumentami o niskim prawdopodobieństwie bankructwa (*bankruptcy-remote*), a inwestorzy powinni mieć podwójny regres do banku i do puli zabezpieczeń⁴;
- pula zabezpieczeń powinna:
 - być wydzielona⁵ i nieobciążona (*unencumbered*) przez roszczenia stron trzecich;
 - zawierać aktywa zlokalizowane na terenie europejskiego obszaru gospodarczego (*European Economic Area, EEA*)⁶;
 - stanowić ekspozycję na minimum 500. kredytobiorców;
 - mieć minimalne nadzabezpieczenie w wysokości 130% kapitału powiększonego o odsetki⁷;
 - być ograniczona do regularnie obsługiwanych kredytów i ekspozycji leasingowych SME w ramach jednej klasy aktywów⁸;

⁴ ESNs powinny mieć dwie istotne cechy chroniące je przed bankructwem tak jak listy zastawne: (i) nie powinny być przedmiotem automatycznej akceleracji spłaty zadłużenia, a inwestorzy powinni mieć zapewnione preferencyjne roszczenie do puli zabezpieczeń SME oraz (ii) emitent powinien wdrożyć procedury operacyjne zapewniające płynne przeniesienie obowiązków na administratora w przypadku niewypłacalności.

⁵ Wydzielenie może być osiągnięte przez rzeczywistą sprzedaż/zastaw lub wykorzystanie zapisów Dyrektywy 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 6 czerwca 2002 r. w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych (*the Collateral Directive*). Dla porównania Europejskie Ramy Listów Zastawnych (*European Covered Bond Framework*) umożliwiają segregację poprzez (i) rejestr zabezpieczeń (*cover register*) będący repozytorium wszystkich kredytów hipotecznych, które są obciążone w ramach danej puli zabezpieczeń, (ii) transfer do spółki specjalnego przeznaczenia (SPV) poprzez rzeczywistą sprzedaż lub cesję umowną (*contractual assignment*) lub (iii) segregację do specjalistycznej instytucji kredytowej (np. specjalistycznej instytucji hipotecznej) na czas kiedy segregacja jest wiążąca i wymagana, w tym z tytułu upadłości lub restrukturyzacji emitenta. Potencjalnie jedna lub więcej przesłanek może być zaadoptowanych dla ESNs SME (Dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady).

⁶ Aktywa puli zabezpieczeń powinny być ograniczone do EOG, aby w przypadku niewywiązania się z umowy przez emitenta, likwidacja zabezpieczenia była prawnie egzekwowalna. Mimo że raport EBA nie precyzuje tego, można przyjąć, że lokalizacja aktywów i siedziba kredytobiorcy powinny być zlokalizowane w jurysdykcji EOG. Europejskie Ramy Listów Zastawnych zawierają mechanizm identyfikacji ekwiwalentności dla pewnych jurysdykcji, które dopuszczają emisje międzynarodowe obejmujące pulę zabezpieczeń, w której mogą wystąpić hipoteki spoza UE. Otwarta pozostaje kwestia, czy podobny mechanizm zostanie zastosowany w ESNs.

⁷ Uważa się, że ESNs SME wymagają większego nadzabezpieczenia w porównaniu do tradycyjnych listów zastawnych, dla których poprzeczkę wyznaczono na poziomie minimum 105%. Wynika to z większego ryzyka straty, które może wystąpić w przypadku portfela kredytowego SME w porównaniu z portfelem kredytów hipotecznych. EBA zarekomendowała minimalny wymóg 130% nadzabezpieczenia ponieważ plasuje się on pomiędzy obserwowanymi poziomami nadzabezpieczenia dla mniej narażonych na ryzyko listów zastawnych (118%) a sekurytyzującą zabezpieczoną aktywami (138%), która niesie większe ryzyko.

⁸ Pula zabezpieczeń ESNs SME powinna spełniać minimalne warunki, aby zapewnić jej wysoką jakość. Aby nie ograniczać nadmiernie rynku, rekomendacje nie są nadmiernie szczegółowe, aby nie wykluczyć potencjalnie wysoko jakościowych kredytów. Zdaniem EBA, wysoki poziom nadzabezpieczenia wymagany dla ESNs SME w wysokości 130% powinien pokryć wszelkie ryzyka, które mogą się zmaterializować. W uzupełnieniu do ograniczonej puli aktywów, EBA postawiła następujące wymagania: (i) właściwą dywersyfikację ryzyka i odpowiednio wysoką granularność puli zabezpieczeń zapewniać powinna ilość minimum 500 kredytów; (ii) pula zabezpieczeń powinna być wolna od istotnych

- być dynamicznie, okresowo korygowana zgodnie z powyższymi kryteriami w czasie życia ESN⁹;
- emitent musi ustanowić bufor płynności¹⁰.

Rekomendacje EBA sytuują ESNs SME jako instrumenty o określonych parametrach jakościowych i tworzą podstawę dla ich minimalnej harmonizacji, aczkolwiek stanowiące zabezpieczenie kredyty i ekspozycje leasingowe SME są różne w różnych sektorach gospodarki. Prawo upadłościowe i związane z nim przepisy restrukturyzacyjne także znacząco różnią się pomiędzy poszczególnymi krajami członkowskimi UE.

1.2. Aktywa infrastrukturalne

Mimo że pierwotnie rozważano, aby finansowanie infrastrukturalne również stymulować za pomocą ESNs, ostatecznie EBA przedstawiła negatywną rekomendację w tym zakresie. W zamian za to zaproponowała, aby w tym celu wykorzystać obligacje infrastrukturalne o pojedynczym regresie zabezpieczone statyczną pulą aktywów. Według EBA instrument o podwójnym regresie nie byłby w tym przypadku właściwy. Lepszym rozwiązaniem jest instrument zabezpieczony tylko kredytami infrastrukturalnymi z uwagi na charakterystyczną naturę aktywów i heterogeniczność kredytów infrastrukturalnych, które są powiązane ze specyficznymi aktywami o indywidualnym profilu generowania przepływów (np. autostrady czy rurociągi). Instrumenty te cechują się różnymi profilami ryzyka, a grupowanie tak różnych kredytów w jedną pulę zabezpieczeń w ramach tego samego instrumentu prowadziłoby do powstania złożonego profilu ryzyka kredytowego. Według EBA, instrument o podwójnym regresie nie byłby właściwy dla projektów infrastrukturalnych, które konsumują relatywnie dużo kapitału regulacyjnego z uwagi na długi okres i wysokie kwoty finansowania oraz wymóg tworzenia rezerw. Standaryzacja obligacji infrastrukturalnych w UE będzie wymagać w związku z tym nowego instrumentu, innego niż ESNs. EBA zaproponowała stworzenie w tym celu standaryzowanych europejskich obligacji infrastrukturalnych.

koncentracji, np. zagregowana ekspozycja wobec jednego kredytobiorcy nie powinny przekraczać 2% całkowitej wartości ekspozycji puli zabezpieczeń; (iii) poza regularnym charakterem kredytów SME, instytucje kredytowe powinny mieć właściwe i dobrze zdefiniowane standardy gwarantowania emisji.

⁹ Dynamiczne zarządzanie pulą zabezpieczeń adresuje potencjalnie wysokie ryzyko uzupełniania aktywów, które jest specyficzne dla kredytów SME. Wysoce prawdopodobne jest, że pula zabezpieczeń ESNs SME będzie miała krótki okres życia, albowiem istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że pula zabezpieczeń będzie spłacona przed zapadalnością ESN. Można antycypować, że dynamiczne zarządzanie pulą zabezpieczeń pozwoli na usunięcie aktywów, które przestaną spełniać kryteria kwalifikowalności także z innych powodów (np. niewywiązania się SME z umowy kredytowej lub ich przejęcia przez inne/duże firmy), podobnie jak to występuje w przypadku listów zastawnych.

¹⁰ Bufor płynności odnosi się do gotówki i odpowiedników gotówki utrzymywanych w wydzielony sposób, który umożliwia dodatkowe zabezpieczenie ESNs.

1.3. Nadzór i wymogi raportowania

W zakresie nadzoru i raportowania emisji ESNs EBA przedstawiła następujące rekomendacje:

- każdy kraj członkowski powinien desygnować właściwy kompetentny podmiot:
 - dopuszczający emisje ESNs,
 - monitorujący zgodność programów ESNs,
 - nadzorujący, badający i nakładający sankcje w zakresie ESNs w zgodzie z ustanowionymi ramami regulacyjnymi,
 - podejmujący stosowne działania w zakresie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji emitenta, podobnie jak w przypadku Europejskich Ram Listów Zastawnych;
- jeżeli właściwy organ nadzorczy kraju członkowskiego nie monitoruje bezpośrednio puli zabezpieczeń, to powinna ona być nadzorowana przez dedykowany podmiot niezależny od danej instytucji kredytowej i jej audytora finansowego (odmienne niż określają to Europejskie Ramy Listów Zastawnych)¹¹;
- emitenci powinni przeprowadzać okresowe stress testy puli zabezpieczeń, aby oszacować wpływ kluczowych parametrów ryzyka na zabezpieczenie i zdolność programu ESNs do pełnej i zgodnej z harmonogramem obsługi płatności wyemitowanych instrumentów;
- ponieważ pula zabezpieczeń ma dynamiczny charakter, emitenci powinni zapewnić inwestorom wstępne i kwartalne raporty finansowe obejmujące m.in. informację o liczbie kredytów w puli zabezpieczeń, wartości ekspozycji i pierwotnym okresie finansowania każdego kredytu, branżach, w których działają kredytobiorcy oraz lokalizacji aktywów.

Przedstawione rekomendacje w zakresie raportowania są zbliżone do wymogów Europejskich Ram Listów Zastawnych i stanowią lżejszą wersję standardów informacyjnych wobec typowych instrumentów sekurytyzacyjnych (*Securitisation Framework*) (*European Commission Proposes...* 2020). Mechanizm podwójnego regresu ESNs sprawia, że bardziej szczegółowe informacje nie są wymagane. Wdrożenie rekomendacji EBA podniosłoby atrakcyjność ESNs, byłyby one łatwiejsze do administrowania, a banki nie musiałyby uzyskiwać zgody od kredytobiorców na udostępnienie informacji lub organizować kłopotliwego procesu gromadzenia danych wewnętrznych.

¹¹ Ramy listów zastawnych tworzyły się przez ponad dwa stulecia, które ukształtowały standardy rynkowe zapewniające, że listy zastawne są dobrze monitorowane, bez konieczności dodatkowego nadzoru. W przeciwieństwie do listów zastawnych, ESNs nie mają historii, na której można by budować takie rozwiązania, a w związku z tym wymagają ściślejszego monitorowania w początkowym okresie ich funkcjonowania (np. włoskie OBC zostały poddane nadzorowi Banku Włoch, aby zapewnić odpowiedni poziom kontroli, a zarazem umożliwić preferencyjne traktowanie regulacyjne i ostrożnościowe).

1.4. Traktowanie regulacyjne

Z uwagi na wyższy profil ryzyka ESNs SME, EBA przyjęła, że będą one miały większą wagę ryzyka niż listy zastawne, co będzie wpływać na ich traktowanie regulacyjne. W zakresie wymogów kapitałowych, w odróżnieniu od tradycyjnych listów zastawnych, ESNs SME nie powinny cieszyć się preferencyjnym traktowaniem z uwagi na profil aktywów stanowiących ich zabezpieczenie. Kredyty SME nie mają wystandaryzowanego zabezpieczenia, jak w przypadku kredytów hipotecznych. Zróżnicowane traktowanie w zakresie wag ryzyka jest dopuszczalne dla ESNs SME przy założeniu określonych warunków ograniczających ryzyko. Jeżeli warunki te byłyby spełnione, ESNs miałyby zapewne wyższe wagi ryzyka niż listy zastawne ale niższe niż obligacje niezabezpieczone¹². Inwestycja w instrumenty, które generują niższe koszty kapitałowe i mają większą płynność aniżeli same kredyty SME, prowadziła by do redukcji kosztów finansowania SME, podobnie jak listy zastawne i sekurytyzacja umożliwiają obniżenie marż kredytów hipotecznych.

EBA zarekomendowała, aby ESNs SME kwalifikowały się do preferencyjnego traktowania w ramach Dyrektywy UCITS (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/EU). UCITS ustanawia maksymalne poziomy inwestycji funduszy, działających w UE na zasadzie jednolitego paszportu europejskiego, dla poszczególnych klas aktywów. Zasadniczo pułap ekspozycji w obligacje jest ograniczony do wysokości 5%, aczkolwiek UCITS mogą, pod pewnymi warunkami, inwestować do 25% aktywów w kwalifikowane listy zastawne¹³. EBA zarekomendowała, aby ESNs SME także uzyskały bardziej korzystne limity inwestycyjne dla funduszy UCITS. Ponadto, jako wierzytelności zabezpieczone, rządzące się dedykowaną legislacją, szczególnie jeśli rekomendowane ramy zostaną zatwierdzone przez Parlament Europejski, ESNs SME byłyby wyłączone z *bail-in*¹⁴.

¹² Zgodnie z rekomendacjami EBA, ESNs SME, aby kwalifikowały się do zróżnicowanego traktowania w zakresie wag ryzyka, powinny spełnić następujące kryteria: (i) powinny posiadać mechanizm podwójnego regresu oraz spełniać kryteria strukturalne i w zakresie aktywów zabezpieczających, aby zapewnić wystarczające wzmocnienie jakości kredytowej znoszące ryzyka tych aktywów; (ii) powinny respektować ogólną spójność ram kapitałowych CRR pomiędzy klasami ekspozycji, a w szczególności traktowanie kapitałowe ESNs SME powinno opierać się na bieżącym profilu ryzyka instrumentu i nie powinno kreować nieuprawnionych dylematów równych szans kosztem listów zastawnych; (iii) powinny być czytelnie oddzielone od listów zastawnych, aby prawidłowo odwzorować różne profile ryzyka tych dwóch klas instrumentów i nie dopuścić do jakiegokolwiek dezorientacji rynku lub negatywnych efektów ubocznych dla listów zastawnych.

¹³ Art. 52 Dyrektywy UCITS określa minimalne wymagania dla kwalifikowanych obligacji: (i) emitent musi być instytucją kredytową zarejestrowaną w UE podlegającą specjalnemu publicznemu nadzorowi ostrożnościowemu; (ii) prawo musi określać, które aktywa mogą być zawarte w puli zabezpieczeń; (iii) pula zabezpieczeń musi zapewniać wystarczające zabezpieczenie pokrycia roszczeń obligatariuszy przez całe życie obligacji; (iv) obligatariusze muszą mieć pierwszeństwo roszczeń do puli zabezpieczeń na wypadek upadłości emitenta. Zakładając spełnienie wymaganych warunków, fundusze UCITS mogą inwestować do 25% aktywów w dane obligacje (np. w listy zastawne), zamiast standardowych 5%.

¹⁴ Zgodnie z artykułem 44(2)(b) Dyrektywy 2014/59/EU (*the Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD), listy zastawne zgodne z UCITS są wyłączone z *bail-in*. Jeżeli ESNs SME będą zgodne z UCITS, jak tradycyjne listy zastawne, powinny one również wypełniać kryteria niezbędne do wyłączenia

Mimo że EBA nie zajęła stanowiska, czy regulacyjne traktowanie kapitałowe firm ubezpieczeniowych inwestujących w ESNs w kontekście Solvency II powinno ulec zmianie, postrzega bazę inwestorów ubezpieczeniowych jako szczególnie dobrze dopasowaną do finansowania kredytów SME i zasugerowała, aby Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA) rozważył możliwość szczególnego traktowania tych instrumentów przez firmy ubezpieczeniowe. EBA zwróciła uwagę, że proponowane traktowanie inwestycji w ESNs przez instytucje kredytowe zgodnie z CRR, pomiędzy listami zastawnymi a bezpośrednimi emisjami instytucji kredytowych, powinno przyczynić się do obniżenia spreadu z tytułu ograniczenia ryzyka firm ubezpieczeniowych stosujących model standardowy w ramach Solvency II.

EBA zasugerowała, że przy założeniu odpowiednio wysokiego nadzabezpieczenia, ESNs o standardzie produktowym zbliżonym do listów zastawnych i spełniające dodatkowo kryteria EMIR¹⁵ listów zastawnych, powinny być zwolnione z wymogu ustanawiania inicjalnego i dynamicznego depozytu zabezpieczającego, tak jak w przypadku listów zastawnych.

Zakładając, że ESNs będą spełniać wymogi kwalifikowanego zabezpieczenia w ramach eurosystemu, to będą one bardziej odporne w okresie stresu finansowego niż instrumenty sekurytyzacyjne, które mają statyczne pule zabezpieczeń. EBA zarekomendowała dynamiczne pule zabezpieczeń ESNs z często przeprowadzanymi stress testami, co czyniłoby je instrumentami bardziej atrakcyjnymi dla inwestorów.

2. Uwarunkowania rozwoju rynku ESNs

ESNs nie rozwinęły się tak jak pierwotnie tego oczekiwano. Jednocześnie pojawiły się nowe rozwiązania rynkowe, jak amerykański program gwarancji kredytowych czy europejska inicjatywa EIF, które mogą być inspiracją dla modyfikacji tego instrumentu.

ich z *bail-in*. Ponadto ESNs SME mogą być wyłączone z *bail-in* na podstawie art. 44(2)(b) i zgodnie z preambułą 70 BRRD jeżeli kwalifikują się one jako wierzytelności zabezpieczone, a zabezpieczenie pokrywa 100% należności. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. *ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych* oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Tekst mający znaczenie dla EOG) (*the Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD).

¹⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/2251 z dnia 4 października 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Tekst mający znaczenie dla EOG).

2.1. Bariery rozwoju

Mimo że ESNs stanowią ciekawą propozycję koncepcyjną, to jednak nie zdobyły one dotąd wystarczającego zainteresowania rynku. Nie wydaje się, aby ewentualna dalsza ich harmonizacja i współpraca interesariuszy pozwoliły na zbudowanie rynku w jego obecnej formule. Finansowanie działalności bankowej za pomocą ESNs wymagałoby ich kwalifikowalności dla transakcji *repo* z bankami centralnymi, co może stanowić wyzwanie w sytuacji stresu rynkowego. Obecna sytuacja wynikająca z pandemii COVID-19 powoduje, że wymogi IFRS 9 nakładają na banki obowiązek tworzenia rezerw. Przesuwanie się aktywów kredytowych do kolejnych przedziałów klasyfikacyjnych IFRS 9 sprawia, że pogarszająca się jakość kredytowa zaangażowania w segmencie SME powoduje pogorszenie dochodowości banków i osłabia ich kapitały. Znaczące pule kredytów SME niosą ryzyko spirali konsumpcji kapitału i są wyzwaniem dla efektywnego nim zarządzania. Transfer ryzyka przez np. sekurytyzację nie będzie możliwy gdy kredyty te stanowić będą pulę zabezpieczeń ESNs.

Gdy pojawił się pomysł nowego instrumentu finansowania banków, zaprezentowano dwa alternatywne rozwiązania dla ESNs:

- narzędzie finansowania odwzorowujące strukturę listu zastawnego, ale oparte na innej klasie aktywów (zależnie od lokalnych uregulowań jako instrument bilansowy lub SPV);
- statyczny amortyzowany ABS SME o podwójnym regresie, zapewniający odciążenie kapitałowe banku.

Wyzwania stojące szczególnie przed mniejszymi i słabszymi kapitałowo bankami, sprawiają, że finansowanie aktywów SME jest poważnym wyzwaniem w czasie zawirowań rynkowych. Z drugiej strony wsparcie dla SME jest jednym z filarów CMU UE. Rozmiar i płynność emisji stanowią kluczowe elementy sukcesu tradycyjnych listów zastawnych. Pojawia się więc pytanie, jak zaadresować wszystkie te wyzwania i stworzyć nowy, bezpieczny i atrakcyjny rynkowo instrument finansowy UE – ESNs?

2.2. Amerykański program gwarancji kredytowych

Ciekawym rozwiązaniem jest amerykański program gwarancji kredytowych. Program 7(a) prowadzony jest przez Administrację Małego Biznesu (*Small Business Administration*, SBA), która jest amerykańską agencją rządową. Szeroki wachlarz wsparcia SME obejmuje m.in. wsparcie kapitałowe, finansowanie i doradztwo (*Small Business Administration... 2021*).

Program gwarancji kredytowych umożliwia bankom udzielanie finansowania kwalifikowanym SME, z tytułu czego wnoszą one opłatę serwisową i gwarancyjną. Kryteria wsparcia nie są nadmiernie wygórowane. Kwota nie przekracza 5 milionów dolarów, a okres gwarancji zależy od jej wykorzystania. W zależności od kwoty kredytu, SBA gwarantuje od 75% do 85% ekspozycji banku, odciążając jego kapi-

tał i zapewniając stosowne finansowanie. Dedykowane podmioty grupują kredyty gwarantowane przez SBA od wielu banków i plasują je na rynku w postaci obligacji. Obligacje te mają bezwarunkową gwarancję agencji rządowej, zapewniającą terminowość i pełną kwotę płatności, co powoduje, że są one traktowane pod względem ryzyka na równi z obligacjami rządowymi (*US Treasuries*). Obligacje te mają szczególną cechę, albowiem kredytobiorcy mogą przedpłacać zaciągnięte finansowanie. Ponieważ są one często handlowane z premią, inwestorzy, mimo że nie ponoszą ryzyka kredytowego, ponoszą ryzyko przedpłaty. Mimo to, obligacje SBA są pożądaną inwestycją, którą banki mogą wykorzystywać w procesie zarządzania płynnością. Bank, który udzielił finansowania (*originating bank*), zachowuje rezydualny udział kapitałowy, co umożliwi gwarantowanie emisji (*underwriting*) oraz jej obsługę (*servicing*).

2.3. Inicjatywa Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego

W wybranych krajach członkowskich UE¹⁶ została uruchomiona Inicjatywa Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (*European Investment Fund, EIF*) finansowania SME. Pierwsze nieograniczone kwotowo instrumenty gwarancyjne zostały uruchomione w 2015 roku w Hiszpanii. Według stanu na sierpień 2021 roku obejmowały one także kredyty SME udzielone przez banki działające w Bułgarii, Finlandii, Włoszech, Rumunii i na Maltcie, a inicjatywa ta może zostać rozszerzona na kolejne kraje członkowskie UE. W ramach inicjatywy EIF banki wskazują kredyty SME, udzielone w ramach regularnej działalności, które mogą uzyskać 50% zabezpieczenie ryzyka, po wniesieniu opłaty z tytułu otrzymanej gwarancji. W ten sposób banki mogą uwolnić kapitał, uchronić się przed stratami i zwiększyć finansowanie dla SME. Inicjatywa ta jest zarządzana przez EIF, a gwarancji udziela UE i Europejski Bank Inwestycyjny (dla programu wdrożonego w Hiszpanii gwarantem jest Królestwo Hiszpanii) (*New Issue Rating Report 2017*).

Inicjatywa EIF ma pewne cechy wspólne z listami zastawnymi. Określa ona kryteria kwalifikowalności kredytów, a zachowany udział kapitałowy banku finansującego oraz mechanizm podziału straty z gwarantem zapewniają wspólnotę interesów i zapobiegają hazardowi moralnemu banków udzielających finansowania SME. W ramach tej inicjatywy został przygotowany efektywny i wystandardyzowany wzór umowy, a kryteria kwalifikowalności kredytów SME obejmują: jakość kredytową, okres finansowania, koncentrację portfela oraz ujednoczone definicje pojęć. Zaadresowane zostały także zagadnienia dotyczące pomocy publicznej. EIF, jako

¹⁶ Inicjatywa SME jest wspólnym instrumentem finansowym KE i Grupy Europejskiego Banku Inwestycyjnego (Europejskiego Banku Inwestycyjnego i Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego), która ma na celu wsparcie finansowania SME przez zapewnienie częściowego pokrycia ryzyka portfela kredytów SME instytucjom finansującym. Obok środków wniesionych przez kraje członkowskie, w ramach Europejskich Funduszy Strukturalnych i Inwestycyjnych (*European Structural and Investment Funds, ESIF*), Inicjatywa SME jest współfinansowana przez UE ze środków programów COSME i/lub Horizon 2020 oraz przez Grupę EIB. Strona European Investment Fund, Inicjatywa SME, https://www.eif.org/what_we_do/guarantees/sme_initiative/index.htm (dostęp: 29.08.2021).

zarządzający inicjatywą, zachowuje efektywny nadzór nad polityką i procedurami banków finansujących. Zapewnia on także ujednoczoną ocenę kredytową referencyjnych puli zabezpieczeń kontrybuujących banków dla zachowania wysokiej jakości portfeli kredytowych.

Inicjatywa EIF, wprowadzona w życie w kilku krajach, najbardziej rozwinęła się w Hiszpanii, ale i tam miała ograniczony okres uzupełnień, a obecnie jest w fazie amortyzacji.

2.4. ESNs 2.0

Kolejna odsłona europejskich obligacji zabezpieczonych, aby nie stała się ponownie projektem jednorazowym, tak jak jego obecna wersja, powinna zaadresować następujące oczekiwania (Fuchs, Bergman 2020, s. 4):

- jasna i transparentna struktura gwarancyjna podobna do inicjatywy EIB, umożliwiająca preferencyjne wagi ryzyka i uzyskanie najwyższego ratingu;
- lokalne uregulowania oparte na dyrektywie UE, które powinny zapewniać wysoki poziom standaryzacji i harmonizacji zabezpieczenia, czytelny mechanizm transferu oraz podział ról i odpowiedzialności;
- krajowe struktury pulowe wspierające dywersyfikację zabezpieczeń, umożliwiający regularne emisje pierwotne i zapewniający wysoką płynność rynku wtórnego;
- elastyczna struktura zapewniająca uzupełnianie puli zabezpieczeń i emisję obligacji spłacanych jednorazowo w całości (*bullet bonds*)¹⁷;
- preferencyjne finansowanie kwalifikowanych kredytów SME będące integralną częścią CMU;
- silna i trwała wspólnota interesów banków tworzących pulę zabezpieczeń poprzez zastosowanie dynamicznej premii gwarancyjnej¹⁸;
- niezależny monitoring wymaganych standardów i przejrzystości emisji dla inwestorów.

ESNs 2.0, oparte na europejskiej strukturze gwarancyjnej i adresujące powyższe oczekiwania, dają szansę na stworzenie efektywnej platformy finansowania SME w UE. Ustanowienie wspólnej europejskiej platformy finansowania, umożliwiającej pulowanie kredytów SME, z zachowaniem udziału banków finansujących w ryzyku (*skin in the game*), mającej zabezpieczenie w postaci gwarancji UE, stworzyłoby dobrą podstawę do zbudowania nowej klasy aktywów o wysokiej jakości kredytowej.

¹⁷ Krótkoterminowy i refinansujący charakter typowych kredytów SME powoduje, że obligacje spłacane w transzach (*amortising bonds*) miałyby za niski wolumen poszczególnych emisji z punktu widzenia oczekiwań inwestorów utrzymania wysokiego LCR (wcześniejsza spłata powodowałaby obniżenie spreadów).

¹⁸ Aby wyeliminować hazard moralny, premia powinna wyceniać ryzyko kontrybuującego banku, zamiast mieć z góry określony poziom. Zachowanie ryzyka po stronie emitenta sprzyjałoby zapewnieniu wysokich standardów emisyjnych i efektywności emisji.

Regularne i duże emisje (*jumbo*) umożliwiłyby zbudowanie efektywnego rynku wtórnego, który wspierałby wykorzystanie ESNs jako płynnego zabezpieczenia o wysokiej jakości, które banki mogłyby wykorzystywać do zarządzania wymogami LCR. Kwalifikowalność do transakcji *repo* z bankiem centralnym zwiększyłaby akceptowalność rynkową ESNs. Wykorzystanie technik sekuryzacyjnych do transferu ryzyk rezydualnych instrumentów gwarantowanych przez UE umożliwiłoby inwestorom dostęp do rynku kredytów SME UE jako całości lub przynajmniej do bardzo dobrze zdywersyfikowanego ryzyka SME danego kraju.

W środowisku inwestorów rośnie poparcie dla polityki alokacji portfela, która przeznaczalaby pewną pulę aktywów do zarządzania na projekty realizujące określone cele z zakresu ochrony środowiska, dobrostanu społecznego i ładu korporacyjnego (*environmental, social and governance, ESG*). Zwiększa to potencjał wzrostu nowego instrumentu. ESNs SME mogłyby na przykład zapewniać ekspozycję na segment gospodarki europejskiej, który tradycyjnie nie ma łatwego dostępu do finansowania, poprzez uzyskanie przezeń marki obligacji społecznej. Podobnie jak rozwija się efektywny energetycznie rynek listów zastawnych, ESNs SME mogłyby zostać pogrupowane dla obszarów o niekorzystnych warunkach ekonomicznych lub dla kredytobiorców o profilu społecznym, aby zachęcić inwestorów, którzy nie tylko zwracają uwagę na stopę zwrotu z inwestycji, ale także na profil ESG (*double bottom line approach*) instrumentów inwestycyjnych. Uwzględniając działania KE w kierunku nowej zielonej taksonomii¹⁹, zależnie od polityki gwarantowania emisji przez bank emisyjny, ESNs SME mogą stać się kolejnym instrumentem zrównoważonego finansowania, który pozwoliłby na włączenie kapitału prywatnego do realizacji celów ESG (*Financing a Sustainable European Economy 2018*). Uzupełnienie kryteriów kwalifikowalności kredytów SME o elementy ESG pozwoliłoby na objęcie tych instrumentów etykietą Europejskiego Zielonego Ładu (*European Green Deal*)²⁰, zapewniając im dodatkowe wsparcie.

¹⁹ Taksonomia UE to system jednolitej klasyfikacji działań na rzecz zrównoważonego rozwoju gospodarczego, które zostały określone rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Tekst mający znaczenie dla EOG) (Kwiatkowska 2020).

²⁰ Europejski Zielony Ład to plan działań na rzecz zrównoważonej gospodarki UE, którą chce ona osiągnąć poprzez przekształcenie wyzwań związanych z klimatem i środowiskiem w nowe możliwości we wszystkich obszarach polityki, a także dbałość o to, by transformacja była sprawiedliwa i sprzyjała włączeniu społecznemu. Zmiany klimatu i degradacja środowiska stanowią zagrożenie dla Europy i reszty świata. Aby sprostać tym wyzwaniom, UE ogłosiła założenia nowej strategii na rzecz wzrostu służącej przekształceniu Unii w nowoczesną, zasobooszczędną i konkurencyjną gospodarkę, która w 2050 r. osiągnie zerowy poziom emisji gazów cieplarnianych netto, w której nastąpi oddzielenie wzrostu gospodarczego od zużywania zasobów i w której żadna osoba ani żaden region nie pozostaną „w tyle”. Inicjatywa ta ma również wspierać wyjście z pandemii COVID-19. Finansowanie tego projektu stanowi kwota 600 miliardów euro z planu odbudowy NextGenerationEU i 7-letniego budżetu UE. Strona Komisji Europejskiej, Europejski Zielony Ład, https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_pl (dostęp: 29.08.2021).

Podsumowanie

Odbudowa postpandemicznej gospodarki europejskiej, a segmentu SME w szczególności, wymaga stworzenia nowego instrumentu finansowania oraz stymulacji rozwoju europejskiego rynku kapitałowego w ramach projektu CMU. ESNs SME powinny zostać sformatowane poprzez stworzenie wspólnych, transparentnych ram na poziomie całej UE.

Jednym z osiągnięć Europejskich Ram Listów Zastawnych było zbudowanie szerokiego europejskiego rynku, dla którego uzgodniono minimalne wymagania, przyczyniając się do zwiększania zaangażowania inwestorów. Także dla ESNs można stworzyć katalog wymagań technicznych, prawnych oraz standardy produktowe. W ten sposób instrumenty te mogłyby stać się kolejnym narzędziem stabilnego, długoterminowego finansowania banków, obniżenia kosztów finansowania SME, przyczyniając się jednocześnie do odbudowy postpandemicznej gospodarki europejskiej i zwiększenia stabilności systemu finansowego.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses, European Commission, 24 September 2020.

EBA Report on European Secured Notes (ESNs), European Banking Authority, 24 July 2018.

European Commission Proposes Amended Framework for the Securitisation of Non-Performing Exposures, Latham & Watkins, Client Alert, 8 September, 2020.

Financing a Sustainable European Economy, High-Level Expert Group on Sustainable Finance, European Commission, January 2018.

Fuchs K., Bergman D., *Making the case for European Secured Notes as an EU safe asset*, Scope Ratings, 6 October 2020.

Grossmann R., Stöcker O., *Overview of Covered Bonds*, [w:] 2015 ECBC European Covered Bond Fact Book, ed. W. Kälberer; ECBC Publication, Brussels 2015.

Kwiatkowska J., *Czym jest taksonomia UE i jak wpłynie na przedsiębiorców?*, Atmoterm SA, 16 listopada 2020.

New Issue Rating Report. SME Initiative Uncapped Guarantee Instruments – Spain. SME Structured Finance, Scope Ratings, 4 July 2017.

Small Business Administration: A Primer on Programs and Funding, Congressional Research Service, 18 March 2021.

Unia Rynków Kapitałowych. Stanowisko Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w sprawie koncepcji Unii Rynków Kapitałowych, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., 27 kwietnia 2015.

Vogel T., Sava-Montanari S., Reyes Gaskin R.L., Rudin S., Ansart J., *European Secured Notes – Coming to a Bank Near You?* Latham & Watkins Financial Regulatory and Capital Markets Practices, No. 2798, 23 September 2020.

Dokumenty prawne

Dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 6 czerwca 2002 r. w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Tekst mający znaczenie dla EOG) (*the Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD*).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/EU z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji, która zmieniła Dyrektywę 2009/65/EC (*Undertakings for the collective investment in transferable securities, UCITS*).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi oraz zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2014/59/UE (Tekst mający znaczenie dla EOG).

Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 9 lipca 2015 r. w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych, 2015/2634 (RSP).

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/2251 z dnia 4 października 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Tekst mający znaczenie dla EOG).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Capital Requirements Regulation, CRR).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Tekst mający znaczenie dla EOG).

Materiały internetowe

Strona European Investment Fund, Inicjatywa SME, https://www.eif.org/what_we_do/guarantees/sme_initiative/index.htm

Strona Komisji Europejskiej, Europejski Zielony Ład, https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_pl

Miscellanea



DOI: 10.26354/bb.6.4.85.2021

Leszek Pawłowicz* z zespołem
ORCID: 0000-0003-2580-6708
leszek.pawlowicz@efcongress.com

Makroekonomiczne wyzwania i prognozy dla Polski w opinii ekspertów Europejskiego Kongresu Finansowego – VIII edycja**

Macroeconomic challenges and forecasts for Poland
in the opinion of European Financial Congress Experts
– VIII Edition

Wstęp

Przedstawione tu prognozy i opinie stanowią konsensus ilościowo-jakościowy z odpowiedzi na nasze pytania, które napłynęły do 6 grudnia 2021 r. od wybitnych polskich ekonomistów.

Prognozy ilościowe nadeszło 15 ekspertów, a 42 ekspertów przedstawiło swoje opinie na temat:

* Leszek Pawłowicz – dr hab., Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański; Centrum Myśli Strategicznych.

** Redakcja zamieszcza tekst w wersji przekazanej przez Europejski Kongres Finansowy.

- największych zagrożeń dla koniunktury gospodarczej,
- największych zagrożeń dla stabilności systemu finansowego,
- rekomendowanych działań w obszarze polityki gospodarczej.

Dodatkowo, w tej edycji Raportu zapytaliśmy o najważniejsze zagrożenia dla wiarygodności polskiego złotego w perspektywie 2023 r.

1. Prognozy

Wejście w rok 2021 odbyło się w sytuacji mało optymistycznej jeśli chodzi o zdrowie publiczne Polaków i rodzącej znaczne obawy dotyczące perspektyw ekonomicznych wielu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Trzecia fala pandemii była w Polsce jedną z groźniej wyglądających na świecie. Podobnie jest, niestety, z czwartą falą. Jasne stało się, że COVID-19 zagościł jako problem i ryzyko na dłużej, pomimo dostępności szczepionki. Jak ostrzegaliśmy w poprzednim Raporcie, i co się obecnie dzieje, wprowadzenie dodatkowych środków mających na celu ograniczenie rozprzestrzeniania się pandemii może się powtarzać i wpływać na sytuację ekonomiczną wielu przedsiębiorców. Mimo to polska gospodarka mocno ożywiła się w pierwszych trzech kwartałach 2021 r. Realny PKB osiągnął poziom sprzed kryzysu już w II kwartale 2021 r. Mimo że przerwy w dostawach niektórych towarów i gwałtowny wzrost ich cen stwarzają problemy dla wielu branż, to silny rynek pracy i możliwości wydatkowe konsumentów (w tym także obniżenie wymuszonych oszczędności COVID-owych) sprawiły, że wyniki gospodarcze były zadowalające, choć przy interpretacji dynamik rocznych należy pamiętać o efekcie bardzo niskiej bazy roku 2020.

Na sytuację gospodarczą w kolejnych kwartałach i latach będą wpływać, oprócz mniej luźnej polityki pieniężnej, która musi podjąć walkę z wysoką inflacją, słabym złotym i rosnącymi oczekiwaniami inflacyjnymi, także spodziewane przynajmniej lekkie zaciśnienie polityki budżetowej. Na to w perspektywie 2022 r. nałoży się wdrożenie Polskiego Ładu (PŁ) oraz realizacja, po jego ewentualnym zatwierdzeniu przez Komisję Europejską (KE), opóźnionego Krajowego Planu Odbudowy (KPO), w kształcie którego ostatecznie nie znamy, choć należy się spodziewać silnej presji KE na realizację reform i wydatków na transformację klimatyczno-energetyczną i cyfrową.

Znamy już wstępny szacunek PKB w III kwartale 2021 r. oraz publikowane miesięcznie podstawowe dane makroekonomiczne na koniec listopada 2021 r. Taki jest punkt wyjścia przygotowywanych przez ekspertów EKF prognoz makroekonomicznych.

Zgodnie z aktualnymi prognozami współpracujących z EKF ekspertów, po recesji na poziomie -2,5 proc. w roku 2020, w roku 2021 należy oczekiwać silnego odbicia gospodarczego i dynamiki PKB na poziomie 5,2 proc., a następnie jej obniżenia do 4,4 proc. w roku 2022 i do 4,0 proc. w roku 2023. Projekcje PKB wskazują, że eksperci oczekują szybszego i większego, ale znacznie krótszego odbicia po

roku 2020 niż było to widoczne w poprzednich edycjach progностycznych. Przekiętna prognoza wzrostu gospodarczego na 2022 r. obniżyła się o 0,7 pkt. proc., a na 2023 r. o 0,4 pkt. proc. Ten mniejszy optymizm można wiązać z wyższą inflacją i spodziewaną reakcją polityki pieniężnej oraz problemami z akceptacją polskiego Krajowego Planu Odbudowy (KPO), który przewiduje w przypadku Polski dostęp do ponad 58 mld EUR (prawie 270 mld PLN, ponad 12% PKB Polski). Popyt krajowy ma rosnać szybciej niż PKB (odpowiednio w latach 2021–2023 6,6 proc., 4,5 proc. i 4,4 proc.), i to on będzie głównym czynnikiem wzrostu. Optymistycznej niż poprzednio eksperci postrzegają wzrost inwestycji w 2021 roku (wzrost o 6,7 proc.), ale znacznie bardziej pesymistycznie w kolejnych latach – mają one rosnać w tempie ok. 6,5–6,7 proc. To w dużej mierze efekt obserwowanego zamieszania z KPO: nawet jeśli napływ środków unijnych w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności, który jest głównym elementem Next Generation EU, nastąpi, to będzie on opóźniony (*de facto* już jest opóźniony). Wzrost spożycia indywidualnego w 2021 roku wyniesie aż 5,8 proc., a w następnych latach 4,5 proc. (w 2022 r.) i 3,8 proc. (w 2023 r.). Silny wzrost popytu krajowego, w tym na dobra importowane, wzrost cen niektórych importowanych towarów i surowców oraz wzrost kosztów pracy i związane z tym obniżenie konkurencyjności polskiej gospodarki powodowały, i będą powodować, zmianę na rachunku bieżącym bilansu płatniczego: w 2021 r. zanotuje on deficyt na poziomie –0,3 proc. PKB, który będzie w kolejnych latach rósł do poziomu –0,7 proc. PKB w 2022 r. i –0,9 proc. PKB w 2023 r. To znacząca zmiana prognoz: poprzednio prognozowano stopniowe zmniejszanie się nadwyżki na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, teraz mamy zwiększający się deficyt.

Ponownie wzrosły oczekiwania inflacyjne ekspertów EKF. Prognozowana inflacja według nich będzie wyższa niż to miało miejsce we wcześniejszych prognozach w okresie objętym badaniem i nie powróci nie tylko w pobliże celu inflacyjnego, ale nawet do dopuszczalnego pasma odchyień od celu inflacyjnego (pasmo 1,5–3,5 proc.) w ostatnim roku objętym badaniem. Przekiętną inflację szacuje się na poziomie 5,1 proc. w 2021 r., aż 6,3 proc. w 2022 r. i 4,4 proc. w 2023 r. Jest to znacząco wyższy (nawet o 3 pkt. proc.) poziom niż w prognozach rządu: 4,3 proc. w 2021 r. i 3,3 proc. w 2022 r. i 3,0 proc. w 2023 r. będących podstawą przygotowania budżetu państwa na rok 2022. Kurs złotego w relacji do euro ma pozostać relatywnie stabilny przez cały okres prognozy, ale na poziomie ok. 3–5 proc. wyższym (słabszy złoty) niż w poprzedniej edycji badania prognoz. Obecnie ma się on kształtować na poziomie ok. 4,6 PLN/EUR oraz ok. 4,0 PLN/USD. Kolejną znaczną zmianą, odzwierciedlającą zmianę narracji NBP dotyczącą inflacji, są prognozy stóp procentowych i rentowności obligacji. Stopy procentowe mają wzrosnąć do poziomu powyżej 3 proc. w 2023 r., a rentowności obligacji 5-letnich do 3,4 proc. w 2023 r. (2,8 proc. w 2021 r. i 3,4 proc. w 2022 r.). To dwukrotnie wyższe wartości niż podawane w czerwcu 2021 r. Warto zauważyć, że eksperci EKF przewidzieli podwyżkę stóp procentowych przez RPP, która nastąpiła 8 grudnia br. (czyli już po przesłaniu prognoz ilościowych na potrzeby niniejszego badania).

Sytuacja na rynku pracy w Polsce ma pozostać relatywnie stabilna. Jeśli chodzi o bezrobocie, w sytuacji gdy nie ma zbyt wiele miejsca na obniżanie się stopy bezrobocia, powinna ona pozostać na poziomie około 3 proc. Podobnie zatrudnienie: jego niewielki wzrost rzędu 0,5–1,0 proc. w okresie prognozy będzie ograniczany dostępną podażą wykwalifikowanych pracowników. Skutkiem takiej sytuacji na rynku pracy będzie widoczna w prognozach presja na wzrost wynagrodzeń. W 2021 r. wynagrodzenia mają wzrosnąć o 8,4 proc., podobnie w 2022 r. (8,5 proc.) i niewiele mniej w 2023 r. (6,8 proc.). Nieco wyższe prognozy wzrostu wynagrodzeń (nominalnych) są spójne z wyższą prognozą inflacji.

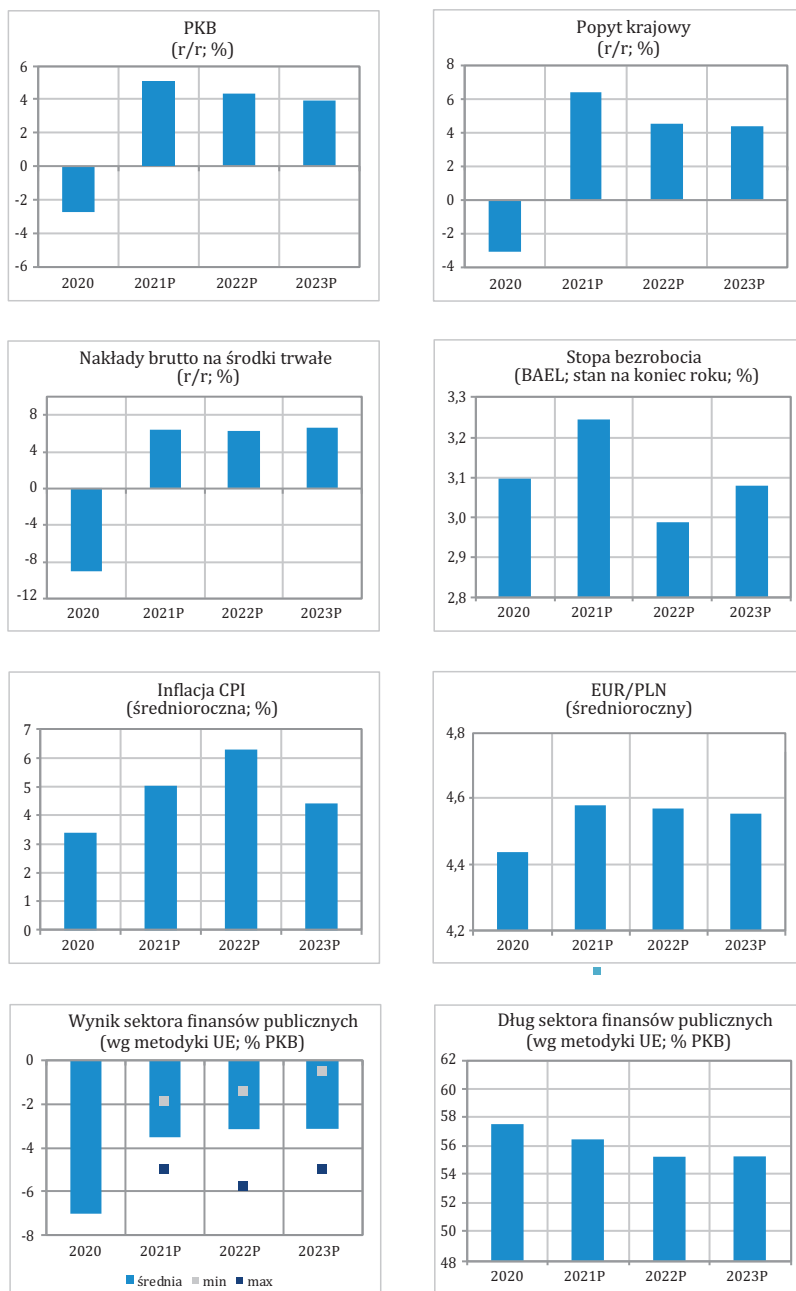
Wyższa inflacja w 2021 r. przyniosła lepsze nominalnie wykonanie dochodów budżetowych w roku bieżącym, przy zaplanowanych wydatkach w budżecie według rządowej prognozy inflacji na 2021 r. na poziomie 1,8 proc. Jednocześnie wzrost gospodarczy jest nieco wyższy niż prognozowany na etapie przygotowywanie budżetu na rok 2021 (także jego struktura jest korzystna dla Ministra Finansów). W efekcie sytuacja finansów publicznych jest lepsza niż oczekiwana w pierwszej połowie roku. Jest to odzwierciedlone w szacunkach deficytu w 2021 r. Obecnie jest on prognozowany na poziomie jedynie 3,5 proc. PKB (a dług publiczny na poziomie 56,3 proc. PKB). W kolejnych latach prognozy są także nieznacznie bardziej korzystne, choć deficyt ma pozostać powyżej 3 proc. w obu latach, 2022 i 2023, a dług publiczny pozostanie powyżej 55 proc. PKB co najmniej do 2023 r.

Eksperti bankowi przewidują w najbliższych dwóch latach 2022–2023, ożywienie w obszarze kredytów dla ludności i przedsiębiorstw.

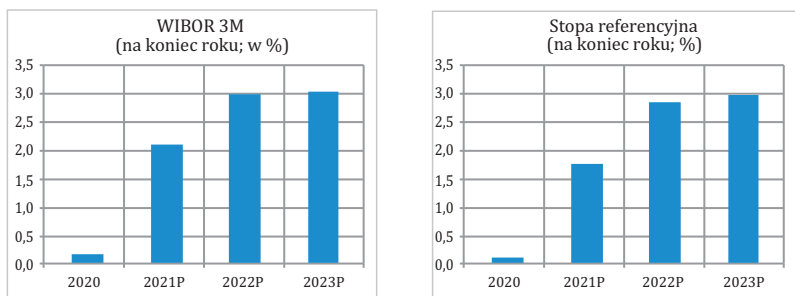
Najszybszy realny wzrost wolumenu zadłużenia jest przewidywany w zakresie kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Wiązać się to może z obniżeniem wymogów wysokości wkładu własnego oraz z ucieczką przed inflacją. W okresie szybkiego wzrostu cen na rynku nieruchomości stymuluje to dodatkowo popyt na mieszkania i może wywołać efekt odwrotny od zamierzonego. Inaczej mówiąc, tego typu interwencjonizm państwowy może spowodować, że pieniądze publiczne (gwarancje BGK) „zagwarantują” nabywcom wyższe ceny mieszkań.

Optymistyczny jest natomiast przewidywany wzrost wolumenu kredytów dla przedsiębiorstw po okresie załamania na tym rynku wywołanego kryzysem.

Rysunek 1. Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w latach 2020–2023



Rysunek 1 – cd.



| Wskaźnik | Miara | 2020 | Wyniki ankiet | | | Liczba ekspertów |
|--|------------|------|---------------|------------|------------|------------------|
| | | | 2021P | 2022P | 2023P | |
| PKB (r/r; %) | średnia | -2,5 | 5,2 | 4,4 | 4,0 | [15] |
| | odchylenie | | 0,3 | 0,4 | 0,8 | |
| Popyt krajowy (r/r; %) | średnia | -3,4 | 6,6 | 4,5 | 4,4 | [13] |
| | odchylenie | | 1,0 | 1,0 | 0,6 | |
| Spożycie indywidualne (r/r; %) | średnia | -3,0 | 5,8 | 4,5 | 3,8 | [15] |
| | odchylenie | | 0,6 | 0,7 | 0,6 | |
| Nakłady brutto na środki trwałe (r/r; %) | średnia | -9,0 | 6,7 | 6,5 | 6,7 | [14] |
| | odchylenie | | 1,4 | 2,5 | 2,1 | |
| Stopa bezrobocia (BAEL; stan na koniec roku; %) | średnia | 3,1 | 3,3 | 3,0 | 3,1 | [12] |
| | odchylenie | | 0,2 | 0,3 | 0,5 | |
| Wynagrodzenia w gospodarce narodowej (r/r; %) | średnia | 6,6 | 8,4 | 8,5 | 6,8 | [13] |
| | odchylenie | | 0,5 | 0,9 | 1,9 | |
| Pracujący w gospodarce narodowej (stan w końcu okresu; r/r; %) | średnia | -0,6 | 0,7 | 1,0 | 0,5 | [11] |
| | odchylenie | | 0,3 | 0,6 | 0,5 | |
| Inflacja (CPI; średnioroczna; %) | średnia | 3,4 | 5,1 | 6,3 | 4,4 | [14] |
| | odchylenie | | 0,1 | 0,3 | 0,7 | |
| Inflacja (CPI; XII; %) | średnia | 2,4 | 8,0 | 4,8 | 3,8 | [14] |
| | odchylenie | | 0,3 | 0,6 | 1,1 | |

| Wskaźnik | Miara | 2020 | Wyniki ankiet | | | Liczba ekspertów |
|----------------------------|------------|------|---------------|-------|-------|------------------|
| | | | 2021P | 2022P | 2023P | |
| EUR/PLN (średnioroczny) | średnia | 4,4 | 4,6 | 4,6 | 4,6 | [12] |
| | odchylenie | | 0,0 | 0,1 | 0,3 | |
| EUR/PLN (koniec roku) | średnia | 4,6 | 4,6 | 4,5 | 4,5 | [14] |
| | odchylenie | | 0,0 | 0,2 | 0,3 | |
| USD/PLN (średnioroczny) | średnia | 3,9 | 3,9 | 4,0 | 4,0 | [12] |
| | odchylenie | | 0,1 | 0,1 | 0,2 | |
| USD/PLN (koniec roku) | średnia | 3,8 | 4,1 | 4,0 | 3,9 | [14] |
| | odchylenie | | 0,1 | 0,1 | 0,2 | |

| Wskaźnik | Miara | 2020 | Wyniki ankiet | | | Liczba ekspertów |
|---|------------|------|---------------|-------|-------|------------------|
| | | | 2021P | 2022P | 2023P | |
| Stopa referencyjna (na koniec roku; %) | średnia | 0,1 | 1,8 | 2,9 | 3,0 | [15] |
| | odchylenie | | 0,2 | 0,6 | 0,8 | |
| WIBOR 3M (na koniec roku; %) | średnia | 0,2 | 2,1 | 3,0 | 3,1 | [12] |
| | odchylenie | | 0,2 | 0,6 | 0,7 | |
| Rentowność obligacji 5L (średnioroczna; %) | średnia | 0,4 | 2,8 | 3,4 | 3,4 | [10] |
| | odchylenie | | 0,9 | 0,6 | 0,8 | |
| Wynik sektora finansów publicznych wg metodyki UE (% PKB) | średnia | -7,0 | -3,5 | -3,1 | -3,2 | [13] |
| | odchylenie | | 0,8 | 1,1 | 1,2 | |
| Dług sektora finansów publicznych wg metodyki UE (% PKB) | średnia | 57,5 | 56,3 | 55,2 | 55,3 | [12] |
| | odchylenie | | 1,4 | 2,9 | 4,6 | |
| Saldo na rachunku bieżącym bilansu płatniczego (% PKB) | średnia | 3,6 | -0,3 | -0,7 | -0,9 | [13] |
| | odchylenie | | 1,2 | 1,0 | 1,3 | |

| Wskaźnik | Miara | 2019 | 2020 | Wyniki ankiet | | | Liczba ekspertów |
|---|------------|------|------|---------------|-------|-------|------------------|
| | | | | 2021P | 2022P | 2023P | |
| Wolumen zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych (r/r; %) | średnia | 8,4 | -2,1 | 3,7 | 7,2 | 7,6 | [15] |
| | odchylenie | | | 1,7 | 1,6 | 0,7 | |
| Wolumen zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych (r/r; %) | średnia | 6,6 | 7,6 | 8,2 | 7,4 | 5,8 | [12] |
| | odchylenie | | | 2,2 | 1,7 | 2,1 | |
| Wolumen zadłużenia w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych (r/r; %) | średnia | 3,0 | -4,8 | 2,2 | 8,4 | 6,9 | [10] |
| | odchylenie | | | 2,4 | 2,4 | 1,2 | |
| Depozyty od gospodarstw domowych (r/r; %) | średnia | 9,7 | 10,7 | 6,0 | 6,5 | 7,0 | [13] |
| | odchylenie | | | 1,0 | 0,8 | 1,2 | |
| Depozyty od przedsiębiorstw niefinansowych (% PKB) | średnia | 10,0 | 19,0 | 11,4 | 4,5 | 4,6 | [12] |
| | odchylenie | | | 2,0 | 0,6 | 2,3 | |

Źródło: opracowanie własne.

2. Najważniejsze zagrożenia dla rozwoju gospodarczego Polski

Podobnie jak w poprzednich edycjach „Makroekonomicznych wyzwań i prognoz dla Polski” stworzyliśmy mapę najważniejszych zagrożeń dla koniunktury gospodarczej w Polsce w perspektywie 2023 roku. Niezależnie od ilościowych prognoz makroekonomicznych eksperci współpracujący z EKF zidentyfikowali największe potencjalne zagrożenia dla rozwoju gospodarczego. W tej edycji badania zagrożenia były oceniane w dwóch etapach: w pierwszym etapie każdy z ekspertów miał przedstawić trzy najważniejsze, w jego opinii, zagrożenia dla koniunktury. Na podstawie odpowiedzi w tym etapie udało się sporządzić listę 7 najważniejszych, najczęściej pojawiających się w opiniach zagrożeń. Są to:

1. Wysoka i utrwalająca się inflacja.
2. Niepewność związana z rozwojem pandemii.
3. Rosnące stopy procentowe.
4. Problemy globalne z dostępnością surowców, materiałów oraz opóźnienia w dostawach.
5. Konflikt z UE.
6. Rosnące ceny energii.
7. Niedobory na rynku pracy oraz spirala płacowo-cenowa.

Lista ta posłużyła w drugim etapie do przyznania przez każdego z ekspertów subiektywnej oceny wagi i prawdopodobieństwa wystąpienia poszczególnych zagrożeń. Syntetyczna waga (znaczenie) poszczególnych zagrożeń powstała jako suma punktów przyznanych przez ekspertów poszczególnym zagrożeniom, przy czym każdy z ekspertów miał do dyspozycji łącznie 100 punktów. Ponadto każdy ekspert oceniał subiektywne prawdopodobieństwo realizacji poszczególnych zagrożeń, a syntetyczna ocena prawdopodobieństwa wystąpienia zagrożenia stanowi średnią arytmetyczną z subiektywnych prawdopodobieństw. Poniżej prezentujemy także ocenę zgodności wskazań ekspertów jako odsetek (procent) ogólnej liczby ekspertów, którzy wskazali na konkretne zagrożenie. Graficznie wyniki opinii ekspertów przedstawiamy na rysunku 2 – „Najważniejsze zagrożenia dla koniunktury gospodarczej w Polsce w perspektywie 2023 roku”, na którym wielkość kółek ilustrujących poszczególne zagrożenia jest sumą iloczynów wagi i prawdopodobieństwa wystąpienia danego zagrożenia. Można je traktować jako znaczenie ryzyka wystąpienia tego zagrożenia.

W obecnej edycji badania dotyczącego makroekonomicznych wyzwań i prognoz dla Polski cztery zagrożenia zyskały zdecydowaną przewagę, jeżeli chodzi o wskazywaną przeciętnie przez ekspertów wagę zagrożenia i prawdopodobieństwo jego wystąpienia.

Wskazywane z dużą wagą i dużym prawdopodobieństwem wystąpienia zagrożenie dotyczy nawrotów zakażeń, mutacji wirusa i lockdownów, niepewności z nimi związanych. Zagrożenie to wciąż jest, zdaniem ekspertów EKF, istotne, a prawdopodobieństwo jego wystąpienia okazuje się wyższe niż pół roku temu, w edycji czerwcowej badania (VII edycja), choć także wtedy było ono relatywnie wysokie. Doświadczenia ostatnich dni i tygodni, w całej Europie, ale szczególnie w Polsce, potwierdzają obawy ekspertów EKF, a dostępność szczepionki niewiele zmieniła w postrzeganiu tego zagrożenia jako istotne.

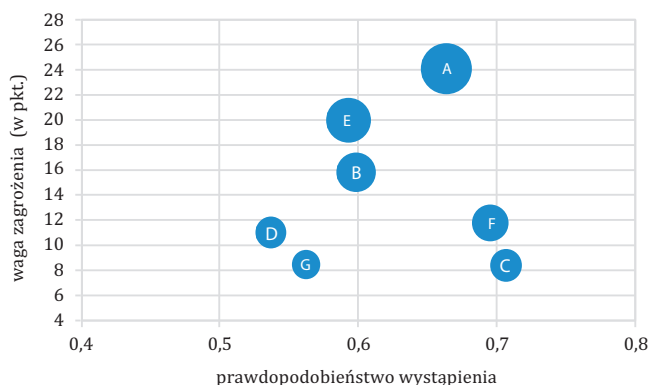
Podobnie, potwierdzenie obaw z czerwcowej edycji badania dotyczy inflacji. Wysoka i utrwalająca się inflacja wskazywana była pół roku temu jako trzecie najważniejsze zagrożenie w perspektywie średnioterminowej. Nieprzekonująca dla ekspertów EKF narracja władz monetarnych o tymczasowej, chwilowo wyższej obserwowanej obecnie inflacji, została w międzyczasie zmieniona o 180° i RPP dokonała już trzykrotnie podwyżek stóp procentowych. To wciąż jednak nie uspokaja ekonomistów: wysoka, uporczywa inflacja jest obecnie wskazywana jako najważniejsze zagrożenie dla koniunktury, ważniejsze niż pandemia COVID-19. Wysoka inflacja, poprzez efekty redystrybucyjne, uderza w najbardziej zagrożoną część społeczeństwa, rozkręca spiralę płacowo-cenową, podwyższa oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw, co z kolei podwyższa koszty walki z inflacją przy próbie jej obniżenia, hamuje inwestycje, jest ukrytym podatkiem od oszczędności. Jak widać w prognozach ilościowych, eksperci EKF szacują, że średnio w 2022 roku będzie ona znacząco wyższa niż w roku 2021.

Drugim pod względem wagi, a więc także ważniejszym niż czwarta fala pandemii i jej konsekwencje dla gospodarki, zagrożeniem dla koniunktury wybijającym się

w obecnym badaniu jest konflikt z UE. Przez pęczniący od wielu miesięcy konflikt na linii Polska–UE mogą być zagrożone miliardy euro, jakie miały pomóc nam podnieść się z pandemii, zreformować krajową energetykę, przyspieszyć cyfryzację i wesprzeć biznes. UE ma w ręku mechanizm pt. pieniądze za praworządność, w ramach którego Unia może zawiesić lub zmniejszyć wysokość unijnych funduszy lub ograniczyć do nich dostęp – proporcjonalnie do skali naruszeń.

Czwartym zagrożeniem w kolejności są rosnące ceny energii, które w części odpowiadają za wysoką inflację, która najbardziej martwi ekonomistów, ale same w sobie są potencjalnie ogromnym problemem gospodarczym i wyzwaniem. Mimo ostatniego boomu na elektrownie fotowoltaiczne, polska gospodarka pozostaje mocno uzależniona od węgla i staje się to dla niej rosnącym obciążeniem. Koniec czasu węgla jest nieuchronny z wielu powodów, m.in.: rosnących kosztów jego pozyskiwania i wykorzystywania, ryzyka wynikającego z uzależnienia od importowanego (głównie z Rosji) surowca (mimo że chwilowo sytuacja się odwróciła w związku z gwałtownym wzrostem cen paliw kopalnych), trudności w sfinansowaniu i utrzymaniu infrastruktury wytwórczej, negatywnego wpływu na klimat i rosnących kosztów emisji CO₂, ryzyk środowiskowych związanych z wydobyciem węgla, spadającej akceptacji społecznej dla spalania węgla zarówno w energetyce, jak i ogrzewnictwie. Te problemy będą powodować, że ceny energii w Polsce będą rosnąć i będą obciążeniem dla utrzymania konkurencyjności polskiej gospodarki. Dlatego tak ważne dla ekspertów jest rozwiązanie konfliktu z UE, które pozwoliłoby pozyskanie środków na energetyczno-klimatyczną transformację.

Rysunek 2. Najważniejsze zagrożenia dla koniunktury gospodarczej w Polsce



Uwaga: Wielkość kół oznacza sumę iloczynów wagi czynnika oraz prawdopodobieństwa wystąpienia przyznanych przez poszczególnych ekspertów.

Rysunek 2 – cd.

| | | Waga (1 oznacza najwyższą wagę) | Prawdopodobieństwo | Odsetek respondentów |
|---|--|---------------------------------------|--------------------|-------------------------|
| A | Wysoka i utrwalająca się inflacja | 1 | 0,66 | 100% |
| B | Niepewność związana z rozwojem pandemii | 3 | 0,60 | 98% |
| C | Rosnące stopy procentowe | 6 | 0,71 | 79% |
| D | Problemy globalne z dostępnością surowców, materiałów i opóźnienia w dostawach | 5 | 0,54 | 93% |
| E | Konflikt z UE | 2 | 0,59 | 100% |
| F | Rosnące ceny energii | 4 | 0,69 | 93% |
| G | Niedobory na rynku pracy oraz spirala płacowo-cenowa | 7 | 0,56 | 86% |

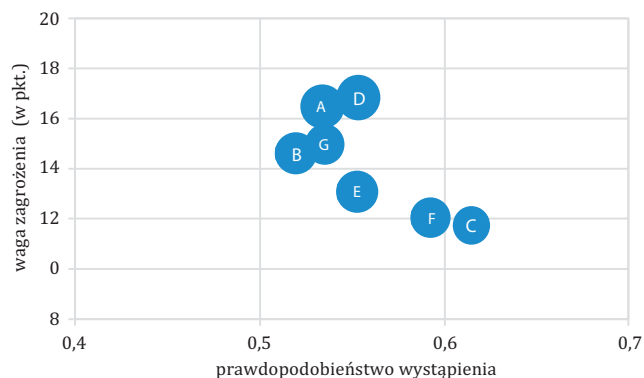
Źródło: opracowanie własne.

3. Najważniejsze zagrożenia dla stabilności polskiego systemu finansowego w perspektywie roku 2023 w opinii ekspertów Europejskiego Kongresu Finansowego

Podobnie jak w dwóch poprzednich edycjach konsensusu progностycznego EKF, również obecnie zdecydowana większość ekspertów (41 spośród 42) uważa, że najważniejszym zagrożeniem dla stabilności polskiego systemu finansowego w najbliższych latach będzie pogorszenie wartości i jakości portfela kredytowego. Pokryzysowa utrata wartości portfela kredytowego, wynikająca z pogorszenia sytuacji finansowej kredytobiorców, zostanie wzmocniona podwyżkami stóp procentowych oraz osłabieniem kursu walutowego. Niestety, zdecydowana większość ekspertów (również 41 na 42) oczekuje kumulacji ryzyka kredytowego i prawnego, wynikającego z nierozwiązania kwestii walutowych kredytów mieszkaniowych i z coraz większej liczby unieważnionych przez sądy umów kredytowych z „frankowiczami”. Dodatkowym elementem mogącym zdestabilizować polski system finansowy jest ryzyko związane ze zmianami klimatycznymi i koniecznością dostosowań w procesie zielonej transformacji. Zagrożeniem dla stabilności systemu finansowego w dłuższym okresie jest nadmierny udział Skarbu Państwa we własności banków.

Wymienione wyżej zagrożenia powodują, że stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) i wartość rynkowa banków od kilku lat spadają, a obciążenia podatkowe rosną. Spadek atrakcyjności inwestycyjnej banków oznacza, że w sytuacji kryzysowej i potrzeby ich dokapitalizowania jedynym źródłem kapitału będą podatnicy.

Rysunek 3. Najważniejsze zagrożenia dla stabilności polskiego systemu finansowego w perspektywie 2023 roku



Uwaga: Wielkość kół oznacza sumę iloczynów wagi czynnika oraz prawdopodobieństwa wystąpienia przyznanych przez poszczególnych ekspertów.

| | | Waga (1 oznacza najwyższą wagę) | Prawdopodobieństwo | Odsetek respondentów |
|---|---|---------------------------------------|--------------------|-------------------------|
| A | Walutowe kredyty mieszkaniowe | 2 | 0,53 | 98% |
| B | Oslabienie się złotego | 4 | 0,52 | 86% |
| C | Nadmierny udział Skarbu Państwa we własności banków | 7 | 0,61 | 83% |
| D | Pogorszenie wartości i jakości portfela kredytowego w efekcie osłabienia kursu walutowego oraz podwyżek stóp procentowych | 1 | 0,55 | 98% |
| E | Brak antycyklicznej polityki makroostrożnościowej | 5 | 0,55 | 93% |
| F | Ryzyka związane ze zmianami klimatycznymi i koniecznością dostosowań w procesie zielonej transformacji | 6 | 0,59 | 88% |
| G | Pogorszenie sytuacji finansowej kredytobiorców | 3 | 0,53 | 93% |

Źródło: opracowanie własne.

4. Najważniejsze zagrożenia dla wiarygodności złotego w perspektywie 2023 roku

Obecnie polski złoty, podobnie jak dolar amerykański czy euro, to tzw. pieniądź fiducyjny, czyli nieoparty na kruszcu, lecz funkcjonujący tylko na podstawie zaufania do emitenta waluty. Ponieważ opiera się wyłącznie na zaufaniu do państwa, które z kolei zależy od wielu czynników, to również wiarygodność złotego jest wypadkową wielu czynników. Ze względu na obserwowaną w listopadzie 2021 r. mocną deprecjację polskiej waluty, poprosiliśmy grono wybitnych polskich ekonomistów o opinię, co determinuje obecnie wiarygodność PLN. Na podstawie odpowiedzi 42 ekspertów, głównie makroekonomistów bankowych i profesorów akademickich, wyodrębniliśmy osiem homogenicznych grup czynników:

1. **Brak wiarygodnej polityki pieniężnej.** Obecnie polityka pieniężna prowadzona jest niezgodnie z mandatem banku centralnego. Szczególnie wątpliwe są decyzje, które doprowadziły do najmocniej ujemnych w naszym regionie stóp procentowych. Ponadto kwestionowana jest niezależność NBP od bieżącej polityki gospodarczej. Kontrowersje budzi także spóźnione rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej.
2. **Chaotyczna, nieczytelna i niespójna polityka informacyjna NBP** oraz retoryka obniżania oczekiwań na podwyżki stóp procentowych.
3. **Niekontrolowana i utrwalająca się inflacja** oraz bagatelizowanie presji spadkowej na złotego przez NBP i RPP, jednostronne (i głównie doktrynalne) podejście do instrumentów walki z inflacją.
4. **Eskalacja konfliktów Polski z UE**, a w konsekwencji ograniczenie funduszy dla Polski (pełzający Polexit), w tym opóźnienie akceptacji Krajowego Planu Odbudowy.
5. **Stan finansów publicznych**, w tym rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz pokusa nadmiernego zadłużania państwa w okresie przedwyborczym w połączeniu z wysokim i rosnącym wzrostem płać.
6. **Rosnące zagrożenie zewnętrzne**, wzrost napięć w polityce międzynarodowej oraz globalny wzrost awersji do ryzyka w wyniku napięć geopolitycznych, w tym: wzrost napięć na granicy, eskalacja napięć na rynkach walutowych, nowe szoki na rynku energii, problemy z wysoką inflacją i bilansem płatniczym w innych krajach regionu, a także szybsza normalizacja polityki pieniężnej w USA i zmiana postrzegania regionu Europy Centralnej przez inwestorów, pogorszenie konkurencyjności polskiej gospodarki w wyniku restrykcji emisji CO₂.
7. **Rosnące zagrożenie wewnętrzne** wynikające z destabilizacji politycznej w Polsce i niewiarygodności decydentów rządowych, nadmiernego udziału państwa w sektorze bankowym, utraty atrakcyjności inwestycyjnej z uwagi na niespektowanie prawa międzynarodowego i dyskryminację inwestorów spoza UE, braku środków z KPO połączonego z utratą wiarygodności kredytowej Polski, braku wiarygodnych szacunków wpływu Polskiego Ładu i projekcji budżetu.

8. **Narastające ryzyko prawne** w sektorze bankowym związane głównie z brakiem klarownego rozwiązania kwestii mieszkaniowych kredytów walutowych oraz ew. orzeczeniem Sądu Najwyższego, skutkującym znaczą skalą unieważnionych umów kredytowych.

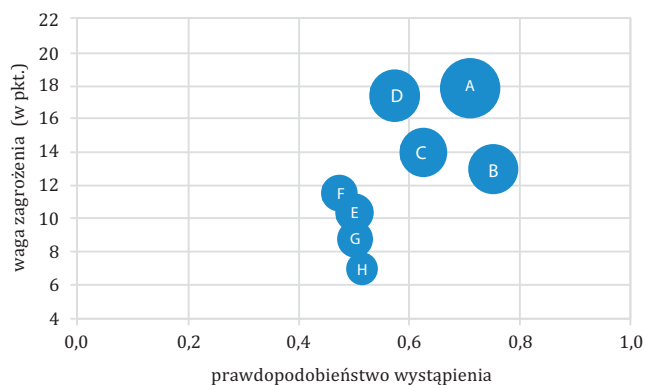
W następnym etapie poprosiliśmy ekspertów o przyznanie rang poszczególnym grupom czynników oraz subiektywnego prawdopodobieństwa ich wystąpienia (zob. rysunek 4).

Największym zagrożeniem dla wiarygodności PLN jest polityka pieniężna NBP. Jest ona prowadzona niezgodnie z mandatem banku centralnego, czyli utrzymywaniem stabilności cen. Szczególnie krytycznie oceniane są decyzje, które doprowadziły do najniższych w regionie stóp procentowych oraz opóźnione rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej. Dodatkowo łączy się ona z nieczytelną i niespójną polityką informacyjną NBP. Siła oddziaływania tego zagrożenia oraz prawdopodobieństwo jego wystąpienia są w opinii ekspertów najwyższe. Ponadto podnoszona jest kwestia niewystarczającej niezależności NBP od bieżącej polityki gospodarczej. Zagrożenia te są zarazem głównymi przyczynami niekontrolowanej i utrwalającej się inflacji, a także rosnących oczekiwań inflacyjnych.

Zaufanie do państwa, a zatem i wiarygodność PLN, niszczy eskalacja konfliktów Polski z UE. Konsekwencją „pełzającego Polexitu” może być ograniczenie funduszy dla Polski, w tym opóźnienie akceptacji Krajowego Planu Odbudowy.

Reasumując, brak wiarygodnej polityki pieniężnej, eskalacja konfliktu Polski z UE oraz niekontrolowana i utrwalająca się inflacja to trzy najważniejsze zagrożenia dla wiarygodności PLN obecnie i w najbliższym czasie. Ich znaczenie i prawdopodobieństwo wystąpienia są w ocenie ekspertów wyższe niż zagrożenia zewnętrzne wynikające głównie z napięć w polityce międzynarodowej oraz szoków na rynku energii. Istotnym czynnikiem podważającym zaufanie do PLN jest również stan finansów publicznych, pokusa przedwyborczego nadmiernego zadłużania państwa, a także rosnący deficyt na rachunku bieżącym. Generalnie w ocenie zagrożeń dla wiarygodności PLN eksperci są wyjątkowo zgodni, a rozproszenie ich opinii jest relatywnie niewielkie.

Rysunek 4. Najważniejsze zagrożenia dla wiarygodności złotego w perspektywie 2023 roku



Uwaga: Wielkość kół oznacza sumę iloczynów wagi czynnika oraz prawdopodobieństwa wystąpienia przyznanych przez poszczególnych ekspertów.

| | Waga (1 oznacza najwyższą wagę) | Prawdopodobieństwo | Odsetek respondentów |
|--|---------------------------------------|--------------------|-------------------------|
| A Brak wiarygodnej polityki pieniężnej | 1 | 0,71 | 93% |
| B Niespójna polityka informacyjna NBP | 4 | 0,75 | 93% |
| C Niekontrolowana i utrwalająca się inflacja | 3 | 0,62 | 88% |
| D Eskalacja konfliktów Polski z UE | 2 | 0,57 | 98% |
| E Stan finansów publicznych | 6 | 0,50 | 93% |
| F Rosnące zagrożenie zewnętrzne | 5 | 0,47 | 95% |
| G Rosnące zagrożenie wewnętrzne | 7 | 0,50 | 88% |
| H Narastające ryzyko prawne | 8 | 0,52 | 76% |

Źródło: opracowanie własne.

5. Rekomendacje makroekonomistów Europejskiego Kongresu Finansowego

5.1. Trzy najważniejsze rekomendowane obszary działań w polityce gospodarczej Polski do 2023 roku

5.1.1. Opanowanie wzrostu inflacji oraz stworzenie warunków do ochrony oszczędności społeczeństwa przed utratą ich realnej wartości

Zdaniem ekspertów EKF konieczne jest jak najszybsze opanowanie wzrostu inflacji, która ewidentnie wymknęła się spod kontroli polityki pieniężnej NBP. Zaleca się:

- pilną odbudowę zaufania (wiarygodności) do NBP i Rady Polityki Pieniężnej (RPP): chaotyczna narracja krajowych władz monetarnych dotycząca inflacji zauważalnie zmniejszyła możliwości wpływania na oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw oraz konsumentów,
- jasną i przewidywalną politykę monetarną (odejście od polityki zaskoczeń przez NBP), opracowanie średnioterminowego planu normalizacji polityki pieniężnej,
- urealnienie stóp procentowych i powstrzymanie erozji wartości oszczędności pieniężnych gospodarstw,
- powołanie w skład RPP V kadencji osób wyróżniających się wiedzą z zakresu ekonomii i finansów, niezależnością i awersją do wysokiej inflacji, niezależnie decyzji NBP i Rady Polityki Pieniężnej od bieżącej polityki,
- zdecydowaną poprawę komunikacji NBP i RPP z rynkiem finansowym i społeczeństwem, poprawa spójności polityki informacyjnej NBP w zakresie polityki pieniężnej i kursowej.

5.1.2. Pilne zakończenie konfliktu z UE w kwestiach prawnych skutkujące uruchomieniem środków na odbudowę gospodarki po pandemii oraz na transformację energetyczno-klimatyczną

Wiele rekomendowanych przez ekonomistów EKF działań dotyczy strategii odbudowy gospodarki i modernizacji systemu energetycznego. Inwestycje, które mogą być sfinansowane środkami UE, są ważne co najmniej z trzech powodów: są ważne z punktu widzenia utrzymania lub zwiększania potencjału gospodarczego polskiej gospodarki, są sposobem ochrony przed rosnącą ceną uprawnień do emisji CO₂ i skutkami tego wzrostu dla cen energii, są bardzo dobrym sposobem wykorzystania środków z UE, także dzięki powiązaniu tych środków z wymogiem koniecznych do realizacji celów klimatycznych i energetycznych reform. W szczególności rekomenduje się:

- przywrócenie fundamentów demokratycznego państwa prawa, w tym poszanowanie praworządności,
- odbudowanie zaufania do wolnego od politycznego wpływu systemu sądownictwa, co będzie sprzyjać poprawie klimatu dla przyszłych inwestycji prywatnych (wciąż obecnie bardzo niskich w Polsce),

- szybkie uzgodnienie z Komisją Europejską ostatecznego kształtu Krajowego Planu Odbudowy i eliminację ryzyka ograniczenia dostępu do innych środków UE,
- zamknięcie innych (pozostałych) źródeł konfliktu z Komisją Europejską i innymi instytucjami UE,
- dążenie do poprawy wizerunku Polski na arenie międzynarodowej, co pozwoli na poprawę klimatu inwestycyjnego i ograniczenie presji na osłabienie kursu złotego,
- przyspieszenie transformacji w stronę gospodarki niskoemisyjnej.

5.1.3. Normalizacja polityki fiskalnej, poprawa stanu i przejrzystości finansów publicznych

Mimo że sytuacja budżetu w 2021 r., dzięki wyższej niż zakładana inflacji, jest lepsza niż prognozowana w poprzedniej edycji Raportu, wielu ekspertów EKF poświęciło polityce podatkowej i budżetowej swoje rekomendacje. Proponuje się przede wszystkim:

- przygotowanie wiarygodnego średniookresowego planu stabilizacji fiskalnej,
- uszczelnienie, reformę przejrzystości i kontroli parlamentarnej finansów publicznych,
- zmianę struktury wydatków budżetowych na bardziej rozwojową, zmniejszenie tempa wzrostu wydatków socjalnych, nadmiernie wysokich w ostatnich latach,
- odłożenie implementacji tzw. Polskiego Ładu tak, aby był czas na zrozumienie konsekwencji proponowanych zmian, niezbędne korekty prawa przygotowanego bez szerszych konsultacji i analiz oraz, aby dać czas przedsiębiorcom na przygotowanie się do tych zmian.

Te trzy opisane obszary rekomendacji zdecydowanie zdominowały propozycje dla polityki gospodarczej, zgłaszane przez ekspertów EKF. Wśród innych proponowanych działań można dodatkowo wyróżnić:

- zmianę podejścia do polityki szczepień przeciwko COVID-19, wprowadzenie rozwiązań radykalnie zwiększających skłonność Polaków do zaszczepienia (np. możliwość uczestniczenia w życiu publicznym wyłącznie dla zaszczepionych), aby jak najszybciej udało się osiągnąć stan zbiorowej odporności i uniknąć kolejnych nawrotów pandemii,
- powrót do polityki kadrowej w administracji państwowej i spółkach Skarbu Państwa opartej na kompetencjach, nie na powiązaniach politycznych,
- zwiększenie stabilności regulacji w obszarze prawa gospodarczego i odejście od poszerzania dyskrejonalności organów państwowych,
- rozwiązanie kwestii mieszkaniowych kredytów walutowych,
- podjęcie działań mających na celu zwiększanie aktywności zawodowej Polaków i przyjęcie racjonalnej polityki imigracyjnej, która powinna być jedną z kluczowych odpowiedzi na niekorzystne tendencje demograficzne i nasilający się niedobór wykwalifikowanych pracowników.

Recenzje



DOI: 10.26354/bb.7.4.85.2021

Magdalena Kozińska*
ORCID: 0000-0001-8767-6545
magdalena.kozinska@sgh.waw.pl

Paweł Niedziółka, *Zielona (r)ewolucja w polskiej bankowości*, Difin, Warszawa 2020

Paweł Niedziółka, profesor Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, jest autorem wielu publikacji naukowych poświęconych funkcjonowaniu rynku finansowego – od kwestii instytucjonalnych i regulacyjnych po praktyczne aspekty obrotu instrumentami finansowymi. Jako praktyk bankowy, w swoich rozważaniach podnosi kwestie bieżących wyzwań, z którymi przychodzi mierzyć się instytucjom finansowym. Nie dziwi zatem, że w swojej najnowszej książce P. Niedziółka podejmuje aktualne zagadnienia związane z kwestiami klimatycznymi i środowiskowymi oraz ich związek z sektorem finansowym, ze szczególnym uwzględnieniem doświadczeń polskiej bankowości.

Temat zrównoważonych, zielonych finansów oraz wpływu czynników klimatycznych i środowiskowych jest w ostatnich latach jednym z najczęściej dyskutowanych w kręgach finansistów. Wynika to z coraz bardziej odczuwalnego wpływu globalnego ocieplenia oraz konsekwencji intensywnego wykorzystania nieodnawialnych zasobów naturalnych na funkcjonowanie gospodarek i społeczeństw. Coraz częściej występujące skrajne zjawiska pogodowe (klimatyczne) stają się źródłem za-

* Magdalena Kozińska – Adiunkt w Kolegium Ekonomiczno-Społecznym SGH.

grożenia także dla systemu finansowego. Wynikają one nie tylko z materializacji ryzyka operacyjnego (np. zalanie oddziałów instytucji finansowej w wyniku występujących powodzi), ale także materializacji ryzyka kredytowego, rynkowego czy wzrostu odpowiedzialności ubezpieczeniowej instytucji finansowych (zagrożenia te dotyczą zarówno zakładów ubezpieczeniowych, jak również innych instytucji finansowych, które udzielają finansowania podmiotom poszkodowanym w wyniku zmian klimatycznych czy katastrof naturalnych). Sektor finansowy, jako dawca kapitału gwarantującego realizację różnych przedsięwzięć, jest również bardzo dobrym agentem wymuszającym transformację gospodarek w stronę niskoemisyjnych, przyczyniając się w ten sposób do ograniczenia negatywnych skutków zmian klimatycznych. Obszar zagadnień klimatycznych jest zatem w dwojaki sposób przedmiotem szczególnego zainteresowania instytucji finansowych i wpisuje się w nurt popularyzacji zagadnień o charakterze ESG (ang. *environmental, social and corporate governance*) promujących prowadzenie społecznie odpowiedzialnej działalności gospodarczej (nie tylko przez instytucje finansowe). Podkreślić należy, że wskazane powyżej zagadnienia w ostatnich latach stanowiły nie tylko przedmiot rosnącego zainteresowania instytucji finansowych, ich klientów i inwestorów, ale także regulatorów i instytucji nadzorujących ich działalność. Oczekuje się bowiem, że nie tylko instytucje finansowe będą działały w sposób zrównoważony, ale także instytucje sieci bezpieczeństwa będą uwzględniać zagadnienia ESG w swojej działalności (np. banki centralne w swojej polityce monetarnej czy regulatorzy w ocenie poziomu ryzyka poszczególnych instytucji finansowych).

Powyższe jasno wskazuje na konieczność rozwoju badań naukowych dotyczących związków zmian klimatycznych i systemu finansowego, a także oddziaływania instytucji finansowych na gospodarkę realną w celu redukcji jej niszczącego wpływu na środowisko. Tymczasem badania w tym zakresie przez wiele lat nie były przedmiotem istotnego zainteresowania naukowców. Temat ten w polskiej literaturze nie doczekał się dotychczas, z nielicznymi wyjątkami, kompleksowego opracowania¹. Publikacja P. Niedziółki należy do pionierskiego nurtu w krajowych badaniach dotyczących wzajemnych powiązań systemu finansowego i zmian klimatyczno-środowiskowych.

Recenzowana monografia składa się z 13 rozdziałów, które można podzielić na cztery bloki tematyczne obejmujące:

- 1) podstawowe teorie ekonomii na temat eksploatacji zasobów naturalnych Ziemi (wskazując w ten sposób na ekonomiczne uzasadnienie konieczności podjęcia działań mających na celu ograniczenie wpływu działalności gospodarczej na naszą planetę) – rozdziały 1–2,
- 2) najważniejsze inicjatywy i systemy nakierowane na ochronę środowiska naturalnego i klimatu (ukazując skalę i zakres podjętych działań) – rozdziały 3–6,

¹ Wyjątkiem jest tu w zasadzie jedynie opracowanie M. Ziolo, *Finanse zrównoważone. Rozwój. Ryzyko. Rynek*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2020.

- 3) znaczenie kwestii klimatyczno-środowiskowych dla systemu finansowego (analizując osiągnięcie celów wypracowanych w ramach inicjatyw międzynarodowych w zakresie ochrony środowiska zaprezentowanych we wcześniejszej części książki) – rozdziały 7–11,
- 4) uwarunkowania funkcjonowania rynku zielonej energii oraz udziału w nim banków w Polsce – rozdziały 12–13.

W pierwszym bloku tematycznym w zwięzły sposób przedstawiono dorobek ekonomii w zakresie wyczerpalności zasobów i jej konsekwencji (m.in. teorie Malthusa, Smitha, Ricardo, Solowa, Kremera, Kuznetza). Zwrócono uwagę na teorię efektów zewnętrznych (podatek Pigou) oraz koncepcję Nordhaus. Dokonano także szczegółowego omówienia inwentaryzacji przyczyn i skutków globalnego ocieplenia. Takie nakreślenie obszaru problemowego zdecydowanie ułatwia czytelnikowi zrozumienie przyczyn podjęcia na szczeblu międzynarodowym określonych inicjatyw.

Wszystkie najważniejsze uzgodnienia i porozumienia międzynarodowe nakierowane na podejmowanie działań chroniących Ziemię zostały przedstawione w drugim bloku tematycznym. Czytelnik może dowiedzieć się o wnioskach i postanowieniach wypracowanych w ramach tzw. raportu U Thanta oraz kolejnych szczytów klimatycznych. Wspomniano tutaj o deklaracji sztokholmskiej, raporcie Klubu Rzymskiego z 1972 r., Szczycie Ziemi w Rio de Janeiro w 1992 r. i kolejnych Konferencji Stron (COP), a także protokole z Kioto czy porozumieniu paryskim i ich konsekwencjach dla podmiotów gospodarczych. W monografii znajdziemy również podsumowanie unijnych inicjatyw na rzecz środowiska naturalnego (dyrektyw i rozporządzeń), w tym kluczowego aktualnie dokumentu, tj. *2030 Climate Target Plan*, wyznaczającego kierunek i skalę podejmowanych w UE działań nakierowanych na rzecz ochrony środowiska naturalnego.

Z punktu widzenia interesariuszy systemu finansowego kluczowe znaczenie mają treści przedstawione w trzecim bloku, który poświęcono *stricto* wpływowi ryzyka klimatycznego na system finansowy i odwrotnie. Warto podkreślić, że ta część książki porządkuje rozproszone w literaturze (głównie zagranicznej) kluczowe obszary wspólne pomiędzy systemem finansowym i ryzykiem klimatycznym, w tym:

- rodzaje ryzyka związane z materializacją ryzyka środowiskowo-klimatycznego dla systemu finansowego,
- znaczenie ryzyka środowiskowo-klimatycznego dla instytucji finansowych na tle innych rodzajów ryzyka na podstawie wyników najnowszych badań,
- syntetyzuje konsekwencje występowania ryzyka środowiskowo-klimatycznego z punktu widzenia banków,
- potencjalne podejścia do uwzględniania ryzyka środowiskowo-klimatycznego w zarządzaniu bankiem (w tym ESG).

Analizując potencjalny wpływ ryzyka środowiskowo-klimatycznego na system finansowy, uwzględniono nie tylko aspekt pojedynczej instytucji, ale także wymiar systemowy (oddziaływania ryzyka środowiskowo-klimatycznego na stabilność finansową). Trafnie podsumowano inicjatywy podejmowane przez banki central-

ne i nadzorców, mające na celu uwzględnienie kwestii klimatycznych zarówno w działaniu instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego, jak również w tworzonych przez nie regulacjach, które stanowią bezpośredni bodziec do wprowadzania oczekiwanych rozwiązań przez instytucje finansowe. Po charakterystyce inicjatyw nadzorczych przedstawiono również działania podejmowane samodzielnie przez instytucje finansowe, mające na celu wspieranie działań nakierowanych na ochronę środowiska (np. zielona bankowość, porozumienia banków na rzecz klimatu czy zasady równikowe). Pod tym względem oryginalne jest zaprezentowanie dotychczasowych działań podjętych przez poszczególne banki w Polsce.

Warto podkreślić, że Autor szczególnie nacisk położył na politykę kredytową odnoszącą się do nowych projektów z obszaru odnawialnych źródeł energii w Polsce, w szczególności finansowanie lądowej energetyki wiatrowej oraz fotowoltaiki z wykorzystaniem metody *project finance*. Ostatni blok tematyczny zawiera pogłębiającą analizę uwarunkowań w zakresie kredytowania zielonej energetyki w Polsce. Wskazano w nim zarówno możliwe formy finansowania zielonej energetyki w formule *project finance*, jak również ich praktyczne aspekty (możliwe warianty i warunki transakcji, towarzyszące im wymogi proceduralne oraz obszary problemowe). Recenzowana monografia jest z pewnością istotnym źródłem wiedzy i praktycznych wskazówek dla osób zajmujących się lub planujących zająć się zawodowo transakcjami finansowymi na rynku zielonej energii. Podkreślić należy, że poruszone zagadnienia są umiejętnym połączeniem wiedzy teoretycznej, obowiązujących ram prawnych oraz analizy praktyki na podstawie doświadczeń własnych Autora.

Podsumowując, można stwierdzić, że monografia P. Niedziółki to spójna merytorycznie i logicznie całość, ułatwiająca czytelnikowi zrozumienie przyczyn ryzyka środowiskowo-klimatycznego, genezy podejmowanych aktualnie działań nakierowanych na jego redukcję, a także umożliwia poznanie specyfiki krajowego rynku zielonej energii i występujących na nim transakcji finansujących zielone projekty.

Bez wątplenia omawiana publikacja jest godna polecenia szerokiego gronu odbiorców – przedstawicielom instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego, pracownikom różnych pionów banków i innych instytucji finansowych zaangażowanych w proces finansowania zielonej energetyki, studentom i sympatykom zagadnień związanych z ryzykiem klimatycznym.

Monografia prof. P. Niedziółki, jako jedna z pierwszych w tym zakresie na polskim rynku wydawniczym, powinna zainspirować również innych przedstawicieli świata nauki do kontynuowania i pogłębiania badań w zakresie zależności pomiędzy ryzykiem środowiskowo-klimatycznym a systemem finansowym.