

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 (Uniwersytet WSB Merito w Poznaniu)
prof. Janina Harasim (Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach)
prof. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska (Szkola Główna Handlowa w Warszawie)
prof. Ryszard Kokoszczyński (Uniwersytet Warszawski)
prof. Monika Marcinkowska (Uniwersytet Łódzki)
prof. Ewa Mikielaszewska (Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie)
dr Ewa Kulińska-Sadłocha (Uniwersytet Łódzki)
Artur Radomski (dyrektor Biura Zarządu BFG)
Ewa Teleżyńska – sekretarz redakcji

RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA

prof. Andrzej Sławiński (Szkola Główna Handlowa w Warszawie)
prof. Angel Berges Lobera (Universidad Autonoma Madrid, Hiszpania)
prof. Paola Bongini (Uniwersytet Milano-Bicocca w Mediolanie, Włochy)
prof. Santiago Carbo-Valverde (Bangor University, Wielka Brytania)
prof. Krzysztof Jajuga (Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu)
prof. Jacek Jastrzębski (Uniwersytet Warszawski, KNF)
prof. Marko Košak (Uniwersytet w Ljubljanie, Słowenia)
dr Magdalena Kosińska (Szkola Główna Handlowa w Warszawie)
prof. Anzhela Kuznetsova (Uniwersytet Bankowy w Kijowie, Ukraina)
prof. Edgar Löw (Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Frankfurt nad Menem, Niemcy)
dr hab. Leszek Pawłowicz, em. prof. UG (Europejski Kongres Finansowy, Centrum Myśli Strategicznych)
Krzysztof Pietraszkiewicz (Związek Banków Polskich)
prof. Sebastian Skuza (Uniwersytet Warszawski)
dr Olga Szczepańska (Narodowy Bank Polski)

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

Poglądy wyrażone w publikowanych materiałach są osobistymi opiniami autorów i nie muszą odzwierciedlać oficjalnego stanowiska Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

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.ojs.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 – <i>Od Redakcji</i>	5
--	---

Problemy i poglądy

Marcin Bogusz, <i>Architektura instytucji finansowania rozwoju a sprzężenie skarbowo-bankowe (Sovereign-Bank Nexus). Studium porównawcze Polski, Niemiec i Francji</i>	7
Błażej Lepczyński, Marta Penczar, <i>Wielowymiarowa analiza dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych w krajach Unii Europejskiej</i>	26
Paweł Wajda, <i>Efektywny nadzór nad podmiotem wykonującym czynności powierzone przez instytucję finansową</i>	57
Krzysztof Iwanicki, <i>Uczenie maszynowe w procesie walidacji modeli IRB. Regulacyjne aspekty wykorzystania z perspektywy stanowisk EBA, ECB i KNF</i>	76
Tatiana Einbacher, <i>Wymuszone pośrednictwo w bankowości cyfrowej. Bezpieczeństwo finansowe i autonomia starszych klientów banków</i>	87
Paweł Kocoń, <i>Panika moralna i jej przejawy w polskim sektorze bankowym</i>	104

Miscellanea

Marcin Mrowiec, Marta Penczar, <i>Ocena kluczowych zagrożeń dla polityki gospodarczej, stabilności systemu finansowego i wiarygodności złotego. Wyniki XVII edycji Konsensusu Progностycznego Europejskiego Kongresu Finansowego</i>	122
--	-----

CONTENTS

Jan Szambelańczyk – <i>From the Editor</i>	5
--	---

Problems and Opinions

Marcin Bogusz, <i>The Architecture of Development Finance Institutions and the Sovereign-Bank Nexus. A Comparative Study of Poland, Germany and France</i>	7
Błażej Lepczyński, Marta Penczar, <i>A Multidimensional Analysis of the Maturity of Residential Mortgage Markets in the European Union Countries</i> ...	26
Paweł Wajda, <i>Effective supervision of an entity carrying out activities entrusted by a financial institution</i>	57
Krzysztof Iwanicki, <i>Machine Learning in the Validation of IRB Models: Regulatory Aspects of Its Use in the Light of the Positions of the EBA, ECB and KNF</i> ...	76
Tatiana Einbacher, <i>Forced Intermediation in Digital Banking: Financial Security and the Autonomy of Older Bank Customers</i>	87
Paweł Kocoń, <i>Moral Panic and its Manifestations in the Polish Banking Sector</i>	104

Miscellanea

Marcin Mrowiec, Marta Penczar, <i>Assessment of key risks to economic policy, financial system stability and the credibility of the zloty. Results of the 17th edition of the European Financial Congress Forecast Consensus</i>	122
--	-----

OD REDAKCJI

Wykraczając poza ramy codzienności i wyciszając szum informacyjny chciało by się zawołać: Widma krążą po świecie! Widma ...izmu, ...izmu, ...izmu itp. Dla tych co znają kanon lektur narodowych coraz wyraźniej pobrzmiwają słowa Jaśka z dramatu *Wesele*: „Miałeś chamie złoty róg [...] ośtał ci się ino sznur”. Przestroga Stanisława Wyspiańskiego wybrzmiewa nie tylko w Polsce, ale nader głośno w różnych częściach świata. We współczesnej stylizacji językowej przestanie Wyspiańskiego można rozwinąć w myśli: „coraz więcej niepewności i coraz trudniej szacować ryzyko”. Ta niepewność dotyczy zarówno jednostek, jak i organizacji, wymagając coraz wyższego poziomu odporności. Ryzyko zaś coraz trudniej szacować, a jest to niezbędne w procesie decyzyjnym. Niekiedy twierdzi się, że niepewność jest paliwem dla kreatywności. Natomiast ryzyko nie mówi, co się wydarzy, tylko, co może się wydarzyć. Warto nie tylko o tym wiedzieć, ale także sprawczo stosować, bowiem dość popularna w Polsce maksyma: „jakoś to będzie” grozi nabywaniu mądrości po szkodzie – oby nie w katastroficznym wymiarze.

Z nadzieją na refleksję nad przestaniem z poprzedniego akapitu oddajemy w Państwa ręce 103. numer „Bezpiecznego Banku”, którego tematyka koncentruje się na kilku wyzwaniach stojących przed sektorem finansowym – zarówno w wymiarze regulacyjnym, nadzorczym, jak i analitycznym. Zebrane w tym wydaniu opracowania ukazują szerokie spektrum problemów, z którymi mierzą się instytucje finansowe w warunkach dynamicznych zmian gospodarczych, technologicznych i społecznych.

W części Problemy i poglądy przedstawiamy sześć artykułów podejmujących kluczowe zagadnienia dla stabilności i rozwoju systemu finansowego.

Marcin Bogusz analizuje architekturę instytucji finansowania rozwoju oraz jej powiązania ze zjawiskiem *sovereign-bank nexus*, wskazując na konsekwencje sprzężenia skarbowo-bankowego dla polityki gospodarczej i bezpieczeństwa finansowego państwa.

Błażej Lepczyński i Marta Penczar prezentują wielowymiarową analizę dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych w krajach UE, ukazując zróżnicowanie poziomu rozwoju tego segmentu oraz jego determinanty.

Paweł Wajda podejmuje temat efektywnego nadzoru nad podmiotami wykonującymi czynności powierzone, zwracając uwagę na rosnące znaczenie outsourcingu w działalności instytucji finansowych i wynikające z tego wyzwania nadzorcze.

Krzysztof Iwanicki omawia regulacyjne aspekty wykorzystania uczenia maszynowego w procesie walidacji modeli IRB, przedstawiając stanowiska EBA, ECB i KNF oraz ich implikacje dla praktyki modelowania ryzyka kredytowego.

Tatiana Einbacher analizuje zjawisko wymuszonego pośrednictwa w bankowości cyfrowej, wskazując na jego źródła, skalę oraz konsekwencje dla klientów i instytucji finansowych.

Paweł Kocoń przedstawia studium dotyczące paniki moralnej w polskim sektorze bankowym, ukazując mechanizmy jej powstawania oraz wpływ na postrzeganie instytucji finansowych.

W części Miscellanea publikujemy opracowanie Marcina Mrowca i Marty Penczar, które stanowi syntetyczną ocenę kluczowych zagrożeń dla polityki gospodarczej, stabilności systemu finansowego oraz wiarygodności złotego. Autorzy wskazują na najważniejsze czynniki ryzyka, które powinny być monitorowane zarówno przez instytucje publiczne, jak i uczestników rynku.

Mamy nadzieję, że przedstawione w niniejszym numerze analizy i opinie będą wartościowym wkładem w debatę nad kierunkami rozwoju sektora finansowego oraz inspiracją do dalszych badań i dyskusji.

Zapraszając do współpracy w kolejnych wydaniach „Bezpiecznego Banku” życzę P.T. Czytelnikom interesującej lektury.

Jan Szambelańczyk
Redaktor Naczelny

PROBLEMY I POGLĄDY

DOI: 10.26354/bb.1.2.103.2026

Marcin Bogusz*

ORCID: 0009-0000-2595-8205

bog.marcin1@gmail.com

Architektura instytucji finansowania rozwoju a sprzężenie skarbowo-bankowe (Sovereign-Bank Nexus). Studium porównawcze Polski, Niemiec i Francji

STRESZCZENIE

Analizie poddano proces wypychania prywatnej akcji kredytowej przez dług publiczny, jako przejaw sprzężenia skarbowo-bankowego (ang. *sovereign-bank nexus*). Badanie dotyczy trzech systemów bankowych o nietożsamych modelach instytucjonalnych (Francja, Niemcy, Polska). W szczególności analizowano, czy identyfikowane prawidłowości odpowiadają różnicom w architekturze publicznego wsparcia inwestycyjnego. Weryfikację oparto na niezbilansowanym modelu panelowym z efektami stałymi w okresie 1Q2018–2Q2025 ze zmiennymi interakcyjnymi identyfikującymi efekt osobno dla każdego kraju oraz odporną macierzą wariancji-kowariancji. Efekt wypychania prywatnej akcji kredytowej przez dług publiczny jest istotny statystycznie w Polsce i Francji, a nieistotny w Niemczech. Formalne testy równości współczynników nie pozwalają jednak odrzucić hipotezy o ich równości, co wskazuje na różnicę w wykrywalności efektu, a nie w jego natężeniu. Ustalenia mają znaczenie dla odporności kanału kredytowego i stabilności sektora bankowego. Ze względu na liczbę i specyfikę badanych trzech systemów wnioski mają głównie charakter hipotezotwórczy.

Słowa kluczowe: efekt wypychania, instytucje finansowania rozwoju, *sovereign-bank nexus*, model panelowy LSDV, bankowalność inwestycji strategicznych, *first-loss*

Kody JEL: E51, G21, G28, H63, H81

* Marcin Bogusz – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

THE ARCHITECTURE OF DEVELOPMENT FINANCE INSTITUTIONS AND THE SOVEREIGN-BANK NEXUS. A COMPARATIVE STUDY OF POLAND, GERMANY AND FRANCE

ABSTRACT

The study analyzed the process of public debt crowding out private credit activity, as a manifestation of the sovereign-bank nexus. The research covers three banking systems with different institutional models (France, Germany, Poland). In particular, it examined whether the identified patterns correspond to differences in the structure of public investment support. The verification was based on an unbalanced panel model with fixed effects for the period 1Q2018–2Q2025, including interaction variables identifying the effect separately for each country and using a robust variance-covariance matrix. The effect of public debt crowding out private credit activity is statistically significant in Poland and France, and not significant in Germany. However, formal tests of coefficient equality do not allow rejecting the hypothesis of their equality, which suggests a difference in the detectability of the effect rather than in its intensity. The findings are important for the resilience of the credit channel and sector stability.

Due to the number and specificity of the three systems studied, the conclusions are mainly of a hypothesis-generating nature.

Keywords: crowding-out effect, development finance institutions, sovereign-bank nexus, LSDV panel model, strategic investment bankability, first-loss instruments

JEL Codes: E51, G21, G28, H63, H81

WSTĘP

Polska gospodarka stoi przed pilnymi i nakładochłonnymi wyzwaniami inwestycyjnymi związanymi przede wszystkim z przemysłem obronnym, transformacją energetyczną, a także modernizacją infrastruktury. Do 2040 r. tylko nakłady na transformację energetyczną mogą sięgnąć ok. 2,7 bln zł (Krajowy plan na rzecz energii i klimatu, KPEiK) w scenariuszu WEM (ang. *with existing measures*). Kwota ta przekracza możliwości wykorzystania środków budżetowych, zwłaszcza w warunkach pogłębiającego się deficytu. Wobec płytkości krajowego rynku kapitałowego główny ciężar mobilizacji środków na inwestycje strategiczne¹ trzeba upatrywać w finansowaniu bankowym.

Klasyczny efekt wypychania (Elmendorf, Mankiw 1999; Laubach 2009, s. 858) zakłada, że ekspansja fiskalna podnosi rynkowe stopy procentowe, wypierając inwestycje prywatne. Ujęcie

¹ Jednocześnie kategoria inwestycji strategicznych wymaga modyfikacji. Przede wszystkim z instrumentu polityki infrastrukturalnej staje się narzędziem integrującym cele gospodarcze z bezpieczeństwem państwa, ocenianym nie tylko przez pryzmat zwrotu z kapitału (IRR), lecz także zdolności do wzmacniania odporności oraz ograniczenia zależności zewnętrznych.

zastosowane w tym badaniu nie dotyczy kanału cenowego, lecz ilościowej substytucji bilansowej zbliżonej do represji finansowej (Becker, Ivashina 2014, s. 12–13), czyli procesu, w którym banki transformują aktywa z kredytu korporacyjnego na dług skarbowy. Mechanizm ten jest silnie warunkowany architekturą bilansową sektora i charakterem powiązań między bankami a suwerenem (ang. *sovereign-bank nexus*). Hauner (2009) oraz Kumhof i Tanner (2005) wskazują, że przy wysokim udziale długu publicznego w aktywach efekt ma charakter bezpośredniego substytucyjny, omijający kanał stopy procentowej. Becker i Ivashina (2014) dokumentują mierzalne wypychanie kredytu korporacyjnego w strefie euro w latach 2010–2013, szczególnie w krajach o wysokim ryzyku fiskalnym. Popov i Van Horen (2015) opisują jego silną heterogeniczność przekrojową, a Broner i in. (2014) dowodzą, że w warunkach szoków fiskalnych banki krajowe stają się preferencyjnymi nabywcami długu suwerennego.

Dotychczasowa literatura skupia się jednak na identyfikacji efektu w jednorodnych obszarach regulacyjnych (strefa euro) lub analizuje systemy rozwinięte oddzielnie, bez systematycznego badania, w jakim stopniu publiczna architektura wsparcia, rozumiana jako zintegrowany system banków i funduszy rozwojowych, moderuje siłę tego efektu. Brakuje zwłaszcza porównań systemów o różnej architekturze (model hurtowy vs. absorpcji ryzyk) w jednolitej ramie analitycznej typowej dla ekonometrii.

Celem artykułu jest zbadanie, czy efekt wypychania prywatnej akcji kredytowej przez dług publiczny jest empirycznie wykrywalny w trzech systemach o odmiennych modelach instytucjonalnych (polskim, niemieckim, francuskim) oraz, czy wzorzec jego wykrywalności jest identyfikowalny w świetle różnic w architekturze wsparcia. Ze względu na dobór badanych systemów i nieliczny ich zbiór ($N = 3$) badanie ma charakter pilotażowego studium porównawczego o funkcji hipotezotwórczej. Założono, że specyfika polskiej architektury w połączeniu z asymetrycznym klinem regulacyjno-podatkowym może sprzyjać mierzalnemu, podażowemu efektowi wypychania, podczas gdy zintegrowane systemy zachodnioeuropejskie dysponują instrumentami neutralizującymi ten efekt u źródła. Z tego założenia wynikają dwie hipotezy. (H1) W polskim systemie bankowym podażowy efekt wypychania jest istotny statystycznie i odporny kierunkowo. (H2) Wzorzec wykrywalności jest spójny ze strukturalnymi właściwościami architektury wsparcia. Model obejmuje zagregowaną podaż kredytu korporacyjnego, a nie wolumeny finansowania strukturalnego *sensu stricto*. U podstaw takiego ujęcia leży założenie, że jeżeli system instytucjonalny nie zapewnia ochrony standardowego kredytu korporacyjnego przed arbitrażem banków na rzecz obligacji skarbowych, to wykazuje też strukturalną niezdolność do absorpcji ryzykownych megaprojektów transformacyjnych. Makroekonomiczny efekt wypychania jest zagregowanym przejawem tych samych barier, które na poziomie mikro uniemożliwiają zamknięcie finansowania pojedynczego projektu. Artykuł składa się z 6 części. Pierwsza dotyczy bariery bankowości, druga traktuje o porównaniu architektury wsparcia we Francji, Niemczech i w Polsce, trzecia jest poświęcona modelowi panelowemu z wynikami i testami odporności, kolejne to wnioski, rekomendacje i ograniczenia oraz zakończenie.

1. BARIERY BANKOWALNOŚCI INWESTYCJI STRATEGICZNYCH Z PERSPEKTYWY SEKTORA BANKOWEGO

Analiza zaangażowania sektora bankowego w finansowanie transformacji wymaga odejścia od postrzegania instytucji kredytowych jako pasywnych dostarczcicieli płynności, operują one bowiem w reżimie rygorystycznych ograniczeń kapitałowych, regulacyjnych i fiskalnych. Bankowalność (ang. *bankability*) projektów strategicznych nie jest zatem ich immanentną cechą, lecz wypadkową profilu ryzyka przedsięwzięcia oraz zdolności sektora prywatnego do jego absorpcji bez naruszania wewnętrznych wymogów ostrożnościowych.

1.1. Klin regulacyjno-podatkowy jako stymulator arbitrażu

Podstawową barierą makrofinansową jest strukturalny „klin regulacyjno-podatkowy” (ang. *regulatory-tax wedge*), powstający z kumulacji wymogów adekwatności kapitałowej oraz asymetrycznych obciążeń fiskalnych, co podnosi koszt alternatywny alokacji kapitału w sektorze realnym. W polskim systemie kluczowa jest konstrukcja podatku od niektórych instytucji finansowych. Ustawowe wyłączenie z bazy opodatkowania skarbowych papierów wartościowych generuje silny bodziec do arbitrażu bilansowego. Rygorystyczne wymogi kapitałowe tworzą zarazem systemową presję na redukcję aktywów ważonych ryzykiem. Gropp i in. (2019, s. 267–268) wykazują w quasi-eksperymentcie naturalnym, że banki objęte wyższymi wymogami reagują przede wszystkim ograniczeniem akcji kredytowej, a nie podwyższeniem kapitału. Dążąc do optymalizacji ROE (ang. *return on equity*) w warunkach podwyższonych obciążeń fiskalnych, sektor dokonuje racjonalnej substytucji, czyli ogranicza ekspozycję na kapitałochłonne, długoterminowe inwestycje transformacyjne na rzecz bezryzykowego, płynnego i nieopodatkowanego długu publicznego. Problem pogłębia niepewność środowiska prawnego i konieczność tworzenia wielomiliardowych rezerw na ryzyka portfeli historycznych, co pomniejsza bazę kapitałów Tier 1 i obniża apetyt na ryzyko (ang. *Risk Appetite Framework*, RAF) w organizacjach bankowych.

1.2. Wewnątrzorganizacyjne filtry ostrożnościowe i reżim Supervisory Slotting

Rola buforów kapitałowych jako mechanizmu filtrującego ekspozycję na ryzyko jest dobrze udokumentowana empirycznie. Jiménez i in. (2017) wykazują, że kondycja kapitałowa banku jest kluczowym determinantem jego zdolności i gotowości do rozszerzania podaży kredytu, przy czym efekty są asymetryczne. Restrykcje kapitałowe w warunkach stresowych ograniczają podaż kredytu nieproporcjonalnie silnie. Inwestycje strategiczne (najczęściej w formule *project finance*), które przejdą wstępną weryfikację zgodności z macierzą RAF, napotykają sekwencję filtrów ostrożnościowych. Pierwszą barierą strukturalną są limity koncentracji, w szczególności art. 395 rozporządzenia CRR (ang. *Capital Requirements Regulation*), ograniczające ekspozycję wobec grupy powiązanych podmiotów do 25% funduszy własnych banku; w systemach zdominowanych przez własność państwową blokuje to finansowanie kolejnych megaprojek-

tów publicznych z bilansów krajowych instytucji. Kolejnym filtrem jest strukturyzacja ryzyka w fazie *due diligence*, gdzie fundamentalną rolę odgrywa odporność modelu przepływów pieniężnych (*cash flow model*). Zgodnie z wytycznymi EBA bankowość wymaga udowodnienia, że wskaźniki pokrycia obsługi długu (m.in. DSCR (ang. *debt service coverage ratio*)) utrzymują bezpieczne bufony nawet w skrajnych scenariuszach stresowych (szoki popytowe, opóźnienia budowy, wzrost stóp). Ekspozycję komplikuje ryzyko dokumentacyjno-prawne, w tym konieczność wdrożenia klauzul awaryjnych (ang. *fallback language*) w związku z rozporządzeniem BMR (ang. *Benchmarks Regulation*). Ostateczna bariera materializuje się na etapie komitetu kredytowego w reżimie Specialized Lending. Ze względu na unikalność aktywów strukturalnych, uniemożliwiającą standardowe szacowanie prawdopodobieństwa niewypłacalności (PD), banki alokują kapitał metodą Supervisory Slotting Criteria. Jeśli państwo nie zapewni mechanizmów stabilizujących dochody (np. aukcje OZE, płatności za dostępność w partnerstwie publiczno-prywatnym (PPP)) ani nie zaabsorbuje ryzyka prawnego, projekt zostaje zdegradowany do kategorii zadowalającej (Satisfactory, waga ryzyka 115%) lub słabej (Weak, 250%). Degradacja do kategorii Weak oznacza ponad trzykrotnie wyższy wymóg kapitałowy niż dla ekspozycji zakwalifikowanej jako Strong, co czyni transakcję ekonomicznie nieuzasadnioną.

1.3. Zintegrowane wymogi bankowości

W świetle powyższych ograniczeń warunki bankowości należy definiować nie jako elastyczne wytyczne komercyjne, lecz jako twarde progi tolerancji bilansowej. Aby kapitałochłonna inwestycja strategiczna mogła zostać sfinansowana rynkowo, jej architektura kontraktowa musi gwarantować hermetyczność (ang. *ring-fencing*), całkowite zamknięcie ryzyk konstrukcyjnych (ang. *construction risk*) oraz utrzymanie ryzyk administracyjno-prawnych na poziomie umożliwiającym ich ubezpieczenie (np. polisy Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych (KUKE)). Długie terminy zapadalności finansowania projektów transformacyjnych (15–20 lat) muszą być w pełni kompatybilne z wewnętrznymi ograniczeniami zarządzania aktywami i pasywami banku (ALM (ang. *asset-liability management*)), kosztem transferu funduszy (FTP) oraz wskaźnikami płynności strukturalnej (ang. *net stable funding ratio*, NSFR). Stopień, w jakim państwowe instytucje rozwojowe potrafią zneutralizować te deficyty na wejściu, determinuje skuteczność całego systemu wsparcia.

2. ARCHITEKTURA PUBLICZNEGO WSPARCIA INWESTYCYJNEGO W UJĘCIU PORÓWNAWCZYM: NIEMCY, FRANCJA, POLSKA

Dobór systemów referencyjnych oparto na celowej strategii (ang. *purposive sampling*) maksymalizującej wariację instytucjonalną. Kryterium doboru był kontrast instytucjonalny, a nie reprezentatywność statystyczna. Typologia nawiązuje do Mertensa, Thiemanna i Volberdinga (2021), którzy identyfikują dwa paradygmaty interwencji publicznej w UE, czyli model hurtowej stabilizacji płynności (Niemcy) i model scentralizowanej absorpcji ryzyk (Francja). Niemcy

i Francję wybrano z czterech względów. Oba kraje mają najdłuższą w Europie tradycję instytucjonalną (KfW od 1948 r.; Bpifrance od 2013 r., kontynuujący tradycję sięgającą lat 80.), co pozwala obserwować ustabilizowane mechanizmy transmisji. Reprezentują dwa przeciwstawne warianty tej samej zmiennej moderującej, czyli hurtowej stabilizacji płynności oraz scentralizowanej absorpcji ryzyk. Operują w jednorodnym reżimie regulacyjnym (strefa euro, SSM (ang. *Single Supervisory Mechanism*)), wspólna implementacja Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 9 (MSSF 9)), co eliminuje zakłócenie wyników różnicami regulacyjnymi. Wreszcie oba kraje, jako dwie największe gospodarki strefy euro, dysponują znacznie większymi sektorami bankowymi niż Polska. Większa skala bilansów banków oznacza szerszy potencjał substytucji kredytu długiem skarbowym, co czyni je bardziej wymagającym polem weryfikacji hipotezy. Zróznicowanie modeli zachodnioeuropejskich jest celowe, ponieważ pozwala odróżnić efekty specyficzne dla instrumentarium (hurtowa płynność vs. absorpcja ryzyka) od efektów wynikających z samej obecności sprawnego systemu instytucji rozwojowych. Polska, pozbawiona obu tych elementów w zintegrowanej formie, pełni funkcję naturalnej grupy kontrolnej.

2.1. Model niemiecki: hurtowa stabilizacja płynności i operacjonalizacja zasady Hausbankprinzip

Niemiecka architektura, ustrukturyzowana wokół grupy Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), jest klasycznym przykładem systemu prewencyjnej, hurtowej stabilizacji rynku kredytowego. Zgodnie z ordoliberalnym paradygmatem komplementarności (niem. *Soziale Marktwirtschaft*) państwo nie substytuuje mechanizmów rynkowych, lecz koryguje ich niedoskonałości. Transmisja zachodzi głównie przez kanał płynnościowo-cenowy, operacjonalizowany przez zasadę banku relacyjnego (niem. *Hausbankprinzip*). KfW nie wchodzi w bezpośrednią relację z beneficjentem, lecz jako agregator płynności emituje obligacje zabezpieczone gwarancją rządu federalnego (rating AAA), pozyskując kapitał po koszcie długu skarbowego, a tani strumień finansowania długoterminowego dystrybuje jako kredyty preferencyjne do banków komercyjnych, spółdzielczych i oszczędnościowych (trójfilarowa struktura sektora), które przejmują relację z inwestorem i pierwotną ocenę ryzyka.

Niemieckie instrumentarium łączy dostarczanie płynności celowej przez kredyty programowe (niem. *Programmkredite*) z częściowym przejmowaniem ryzyka kredytowego banku relacyjnego (niem. *Haftungsfreistellung*). Bank udzielający kredytu programowego refinansuje go w KfW, a w standardowej formule programu KfW-Unternehmerkredit kredyty inwestycyjne mogły mieć okres do 20 lat, przy stałej stopie przez pierwsze 10 lat (KfW Bankengruppe 2020). Ogranicza to ryzyko niedopasowania ALM, zmniejsza presję na wskaźniki NSFR i LCR oraz obniża koszt transferu funduszy (FTP). Skala przejmowanego ryzyka zależy od programu i sytuacji gospodarczej. W standardowej formule KfW mogła na wniosek banku zwolnić go z odpowiedzialności w 50% (KfW Bankengruppe 2020), natomiast w programie specjalnym, uruchomionym w odpowiedzi na pandemię, zwolnienie wynosiło 90% przy finansowaniu MŚP i 80% przy finansowaniu dużych przedsiębiorstw, a przy kredytach do 3 mln euro KfW rezygnowała z własnej oceny

ryzyka (KfW Bankengruppe 2022). Ponieważ zobowiązania KfW objęte są ustawową gwarancją federalną, ekspozycje wobec niej mogą otrzymać wagę ryzyka 0% na podstawie art. 116 ust. 4 CRR (KfW 2024), a zwolnienie z odpowiedzialności obniża aktywa ważone ryzykiem banku relacyjnego w części objętej ochroną. W programach celowych instrumentarium uzupełniają dopłaty do spłaty kapitału (niem. *Tilgungszuschuss*). W programie nr 295 część kredytu jest umarzana po wykazaniu realizacji inwestycji, a umorzenie zalicza się na ostatnie raty, co obniża zadłużenie i skraca okres kredytowania, nie zmieniając wysokości bieżących rat (KfW Bankengruppe 2025). Architektura ta wyznacza kanał, w którym emisja długu promocyjnego stabilizuje podaż kredytu i pozostaje neutralna wobec akcji kredytowej dla sektora realnego.

2.2. Model francuski: scentralizowana absorpcja ryzyk nieliniowych

Paradygmat francuski reprezentuje odmienne podejście, zorientowane na aktywne kształtowanie rynku (Mazzucato 2013). Charakteryzuje go wysoka centralizacja i integracja instrumentów w ramach jednego podmiotu publicznego, Bpifrance, który celowo łączy w jednym bilansie kompetencje banku rozwoju, agencji gwarancyjnej, ubezpieczyciela eksportowego oraz publicznego funduszu kapitałowego (ang. *private equity/venture capital*), co stanowi o jego unikalności. Głównym zadaniem Bpifrance jest przejmowanie ryzyka technologicznego (innowacje first-of-a-kind), ryzyka budowy (przekroczenia CAPEX) i ryzyka wczesnej fazy, czyli ryzyk nieliniowych i strukturalnych, których sektor bankowy nie potrafi rzetelnie wycenić. Udzielanie długu senioralnego ma w jego działalności znaczenie drugorzędne. Brak historycznych szeregów dla nowatorskich inwestycji uniemożliwia bankom rzetelne oszacowanie PD, co kwalifikuje transakcję do reżimu Supervisory Slotting z wagami ryzyka 115% lub 250%, znacząco obniżając ROE. Bpifrance rozwiązuje ten problem przez zaangażowanie kapitałowe (*equity*), dług podporządkowany (*mezzanine*) i transe pierwszej straty (ang. *first-loss*). Finansując fazę przedinwestycyjną i przyjmując na publiczny bilans ryzyko największej zmienności, poprawia strukturę przepływów projektu i podnosi DSCR długu senioralnego. Gdy projekt trafia do komitetu kredytowego, ryzyko nieliniowe jest już odseparowane (ang. *ring-fencing*), co pozwala zaklasyfikować ekspozycję jako silną (Strong, waga 70% lub 50%). Sektor prywatny może bezpiecznie udzielać finansowania dłużnego, gdyż państwo eliminuje klin regulacyjny i minimalizuje skłonność do realokacji w instrumenty rządowe.

2.3. Model polski: fragmentaryzacja zarządcza i przenoszenie ryzyka systemowego do sektora komercyjnego

Polski model wsparcia publicznego wykazuje odwrócenie logiki systemów zachodnioeuropejskich. Cechuje go zaawansowana fragmentaryzacja zarządcza i izolacja funkcjonalna kluczowych organizacji (Bank Gospodarstwa Krajowego, Polski Fundusz Rozwoju, Korporacja Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych). Brak skoordynowanej oferty dla sektora bankowego sprawia, że instrumenty funkcjonują równolegle, zamiast tworzyć synergiczne pakiety mitygacji ryzyka; konsorcja bankowe muszą samodzielnie kompletować zabezpieczenia, ponosząc wysokie

koszty transakcyjne, co wydłuża zamknięcie finansowe i potęguje niepewność decyzyjną. Najważniejszym ograniczeniem jest asymetria funkcjonalna instrumentarium. Polska interwencja jest zdominowana przez paradygmat pasywnego usuwania skutków zawodności rynku (ang. *market-fixing*; Mertens, Thiemann 2018, s. 198), realizowany głównie przez gwarancje *pari passu* redukujące klasyczne ryzyko kredytowe ex post. Zakres instrumentów absorbujących ryzyka strukturalne i nieliniowe jest ograniczony. Ryzyka popytowe, technologiczne i regulacyjne pozostają niemal w całości niezaabsorbowane przez bilans państwa. Konsekwencją jest „płytka bankowość”. Publiczne gwarancje poprawiają formalne wskaźniki zabezpieczeń, lecz nie usuwają barier tkwiących w bilansach banków. Ponieważ państwo nie przejmuje ryzyka popytu ani ryzyka regulacyjnego, ryzyko systemowe przenosi się do sektora komercyjnego. Modele przepływów pieniężnych uwzględniające założenia stres-testów EBA wykazują wówczas spadek buforów DSCR, a nieprzewidywalność otoczenia prawnego (podkreślana w raportach stabilności NBP) skłania komitety kredytowe do kwalifikowania projektów do restrykcyjnych kategorii Supervisory Slotting. Dysfunkcje instytucjonalne nakładają się tu na asymetryczny klin regulacyjno-fiskalny. Banki w Polsce, zobligowane do maksymalizacji ROE i ograniczone limitami koncentracji z art. 395 CRR, dokonują racjonalnej substytucji aktywów. Istnienie podatku bankowego z ustawowym wyłączeniem skarbowych papierów wartościowych uruchamia mechanizm arbitrażu, skłaniając do odrzucenia finansowania transformacji na rzecz bezpiecznego, płynnego i nieopodatkowanego długu publicznego (Becker, Ivashina 2014, s. 12–13). Wady instytucjonalne polskiego modelu stają się tym samym podażową determinantą makroekonomicznego efektu wypychania.

Zestawienie omówionych reżimów sugeruje, że o skutecznej mobilizacji kapitału prywatnego decyduje nie sama obecność publicznych instytucji rozwojowych, lecz stopień zintegrowania ich instrumentarium z rygorami ostrożnościowymi banków. Hipoteza ta stanowi podstawę weryfikacji empirycznej w kolejnym rozdziale. Różnice sprowadzają się do dwóch osi. W wymiarze architektonicznym modele zachodnioeuropejskie opierają się na celowej koordynacji, czyli pełnej centralizacji w Bpifrance albo precyzyjnym podziale ról wokół KfW jako hurtowej kotwicy płynnościowej, podczas gdy model polski jest strukturą addytywną, w której nakładanie się mandatów BGK, PFR i KUKE prowadzi do ograniczeń po stronie zabezpieczeń (ang. *collateral bottleneck*) i konfliktów międzywierzycielskich. W wymiarze instrumentalnym Francja absorbuje ryzyka nieliniowe przez dług podporządkowany (fra. *prêts participatifs*) i komponenty *first-loss* działające jak quasi-kapitał, a Niemcy ograniczają ryzyko płynności i kosztu finansowania przez kredyty programowe refinansowane w KfW na warunkach odpowiadających kredytowi udzielonemu inwestorowi; polskie gwarancje *pari passu* pozostawiają natomiast w bilansach banków ryzyko popytowe, technologiczne i ryzyko wczesnej fazy, a więc kategorie najtrudniejsze do absorpcji. Wyjaśnia to zróżnicowaną efektywność kanałów podaży kredytu. W modelach zachodnioeuropejskich państwo stosuje instrumenty zdejmujące presję z wymogów kapitałowych (RWA) i płynnościowych ex ante, zanim projekt trafi do wewnętrznej procedury oceny kredytowej banku, co pozwala utrzymać dyscyplinę rynkową bez blokowania akcji kredytowej. W Polsce brak opisanej hierarchizacji instrumentów sprawia, że państwo interweniuje punk-

towo i na końcu procesu, adresując jedynie ryzyko kredytowe (gwarancje), bez rozwiązania problemu bankowości u źródła. W połączeniu z asymetrycznym klinem regulacyjno-podatkowym niezaabsorbowane ryzyko systemowe skłania banki do przenoszenia kapitału w stronę długu skarbowego.

3. MODEL PANELOWY I WYNIKI ESTYMACJI

W celu weryfikacji hipotez skonstruowano niezbilansowany model panelowy dla trzech systemów bankowych (polskiego, niemieckiego i francuskiego, $N = 3$), obejmujący 88 obserwacji kwartalnych (1Q2018–2Q2025). Pełny wymiar czasowy ($T = 30$) zachowuje wyłącznie szereg polski; szeregi francuski i niemiecki liczą po 29 obserwacji z uwagi na braki danych. Próg 2018 r. nie jest arbitralny, wejście w życie MSSF 9 (model strat oczekiwanych, ECL (ang. *expected credit loss*)) zmieniło metodologię odpisów oraz raportowanie NPL i CET1, a włączenie wcześniejszych obserwacji wprowadziłoby pęknięcie strukturalne w definicjach zmiennych. Mając na uwadze odmienne własności stochastyczne szeregów oraz konieczność eliminacji regresji pozornej, zmienne wolumenowe przekształcono do pierwszych różnic logarytmów naturalnych, a zmienne w punktach procentowych (CET1, NPL, stopy referencyjne) do pierwszych różnic arytmetycznych, co zapewnia stacjonarność, stabilizuje wariancję i izoluje zmienność cykliczną. Zmienne PKB i GFCF pozyskano bezpośrednio jako tempo zmian, wobec czego nie wymagały dalszej transformacji.

Dane pozyskano ze statystyk EBC, NBP i KNF (dynamika akcji kredytowej sektora niefinansowego oraz portfeli obligacji skarbowych); EBA Risk Dashboard (CET1, NPL); Eurostatu (PKB i nakłady brutto na środki trwałe); oraz EBC i NBP (stopy referencyjne).

Badanie przeprowadzono z wykorzystaniem następującego modelu panelowego:

$$\Delta \text{Kredyty}_{i,t} = \alpha_i + \rho \Delta \text{Kredyty}_{i,t-1} + \beta (\Delta \text{Obligacje}_{i,t} \times D_{\text{Kraj},i}) + \gamma_1 \text{PKB}_{i,t-1} + \gamma_2 \text{GFCF}_{i,t} + \gamma_3 \Delta \text{CET1}_{i,t} + \gamma_4 \Delta \text{NPL}_{i,t-1} + \gamma_5 \Delta \text{Stopa}_{i,t-1} + \gamma_6 \text{COVID}_t + \varepsilon_{i,t},$$

gdzie poszczególne symbole oznaczają:

- $\Delta \text{Kredyty}_{i,t}$ – dynamikę akcji kredytowej dla sektora niefinansowego w państwie „i” oraz kwartale „t” (zapis z indeksem $t-1$ oznacza tę samą zmienną opóźnioną o jeden kwartał; konwencja ta obowiązuje dla wszystkich zmiennych modelu),
- α_i – indywidualne efekty stałe, pozwalające na kontrolowanie nieobserwowalnych, niezmiennych w czasie cech strukturalnych badanych systemów bankowych. Indywidualne efekty stałe dla Polski, w sprzężeniu z parametrem interakcyjnym (β), absorbują długoterminowy, strukturalny wpływ lokalnego „klina regulacyjno-podatkowego” (w tym asymetrycznego podatku bankowego oraz kosztów ryzyka prawnego), eliminując konieczność wprowadzania odrębnej zmiennej fiskalnej,
- ρ – parametr autoregresyjny przy opóźnionej zmiennej zależnej,

- β – parametr oceniający siłę zjawiska wypychania (ang. *crowding-out*), wyznaczany dla zmiennej interakcyjnej będącej iloczynem dynamiki portfela obligacji skarbowych ($\Delta \text{Obligacje}_{i,t}$) oraz zmiennej zero-jedynkowej ($D_{\text{Kraj},j}$) identyfikującej dany system instytucjonalny,
- $\gamma_1, \dots, \gamma_6$ – parametry przy zmiennych kontrolnych, którymi są kolejno: dynamika produktu krajowego brutto, dynamika nakładów brutto na środki trwałe (GFCF, ang. *gross fixed capital formation*), zmiana wskaźnika kapitału podstawowego Tier 1 (CET1), zmiana odsetka kredytów zagrożonych (NPL, ang. *non-performing loans*), zmiana stopy referencyjnej właściwego banku centralnego (Europejskiego Banku Centralnego lub Narodowego Banku Polskiego) oraz zmienna binarna COVID_t, przyjmująca wartość 1 w kwartałach objętych szokiem pandemicznym (1Q2020–2Q2021),
- $\varepsilon_{i,t}$ – idiosynkratyczny składnik losowy.

Celowo zrezygnowano z dwukierunkowych efektów stałych (ang. *two-way fixed effects*, TWFE), by nie zmniejszać nadmiernie liczby stopni swobody; ewentualne wspólne szoki makroekonomiczne absorbują zmienna kontrolna stopy referencyjnej oraz binarna COVID.

3.1. Wybór estymatora i uzasadnienie metodologiczne

Parametry oszacowano metodą efektów stałych w formie metody najmniejszych kwadratów ze zmiennymi zero-jedynkowymi (ang. *least squares dummy variable*, LSDV). Test F względem modelu łączonego (Pooled OLS) formalnie nie dał podstaw do odrzucenia hipotezy o braku efektów indywidualnych ($F = 0,161$; $p = 0,852$), jednak zgodnie z argumentacją Wooldridge'a (2010), przy celowym, nielosowym doborze jednostek test ten traci interpretację decyzyjną. Ponieważ analizowane systemy dobrano celowo jako strukturalnie odrębne, założenie o niezależności efektów indywidualnych od regresorów (leżące u podstaw modeli RE (ang. *random effects*)) jest teoretycznie nieuzasadnione; głęboka heterogeniczność rynków uzasadnia zatem zastosowanie LSDV *a priori*, niezależnie od wskazań testu F. Ograniczony wymiar przekroju (N = 3) wyklucza estymatory GMM (ang. *generalized method of moments*), w tym Arellano-Bonda, przeznaczone dla paneli o dużym wymiarze przekrojowym i krótkim szeregu czasowym (large N, small T) i wymagające liczby jednostek przekraczającej liczbę warunków momentów; przy N = 3 macierz wag GMM jest osobiwa. W tych warunkach LSDV uznano za estymator najbardziej odpowiedni. Włączenie opóźnionej zmiennej zależnej generuje teoretyczne ryzyko obciążenia (błąd Nickella), malejące proporcjonalnie do $1/T$ (Judson, Owen 1999, s. 11–12). Kwestię zweryfikowano parametrycznym bootstrappem korekty obciążenia (MacKinnon, Smith 1998; Kiviet 1995; Bruno 2005) w 500 replikacjach. Szacowane obciążenie parametru autoregresyjnego wyniosło -0,048 (7,8% wartości bazowej), spójnie z aproksymacją analityczną (-0,056). Kluczowe jest, że błąd Nickella wywiera na parametr wypychania dla Polski *wpływ pomijalny*, gdyż β_{PL} zmienia się z -0,0925 na -0,0926 (o 0,07%), a 95% przedział bootstrappowy po korekcie [-0,151; -0,029] wyklucza zero. Parametr zachowuje istotność i kierunek. Błąd Nickella nie zniekształca wniosków.

3.2. Diagnostyka wstępna

Weryfikacja stacjonarności była niejednoznaczna na poziomie szeregów krajowych. Test KPSS dał wyniki graniczne dla Niemiec ($p = 0,086$) i Francji ($p = 0,064$), co przy krótkich szeregach odzwierciedla ograniczoną moc testów. Konkluzję oparto na panelowym teście Maddali-Wu, który pozwolił odrzucić hipotezę o pierwiastku jednostkowym ($\chi^2 = 21,08$; $df = 6$; $p = 0,002$), eliminując ryzyko regresji pozornej. Najwyższe znormalizowane wartości uogólnionego współczynnika inflacji wariancji (ang. *generalized variance inflation factor*, GVIF) w postaci $GVIF^{(1/(2 \cdot Df))}$ nie przekroczyły 1,55, co wyklucza nadmierną współliniowość.

3.3. Diagnostyka postestymacyjna: endogeniczność, autokorelacja, heteroskedastyczność

Kluczowym etapem była ocena endogeniczności, zwłaszcza błędu równoczesności (ang. *simultaneity bias*) między dynamiką obligacji a kredytu. Test Durbina-Wu-Hausmana w modelu zmiennych instrumentalnych, szacowanych dwustopniową metodą najmniejszych kwadratów (ang. *instrumental variables / two-stage least squares*, IV/2SLS, instrument: pierwsza opóźniona dynamika obligacji), nie pozwolił odrzucić hipotezy o egzogeniczności na poziomie istotności 0,05 ($p = 0,073$), jednak diagnostyka pierwszego stopnia wykazała słabość instrumentów (F poniżej progu Staigera-Stocka: 0,23–0,60), co odbiera testowi moc i dyskwalifikuje podejście IV/2SLS. Wynik należy interpretować jako brak silnych świadectw endogeniczności, nie jej wykluczenie, co uzasadnia powrót do LSDV. Ujemny związek może przy tym częściowo odzwierciedlać tożsamość bilansową (realokacja jako jedna decyzja portfelowa), co nakazuje ostrożność w interpretacji β jako efektu czysto przyczynowego. Zastrzeżenie to ma charakter ogólny i odnosi się do wszystkich oszacowań prezentowanych w dalszej części. Zagregowany charakter danych oraz krótki okres obserwacji pozwalają na wnioskowanie o współwystępowaniu i kierunku zależności, nie zaś o relacji przyczynowej w sensie ścisłym. Analiza reszt nie wykazała podstaw do odrzucenia hipotezy o braku autokorelacji składnika losowego (test Breuscha-Godfrey, $p = 0,620$), wobec czego przy wykrytej heteroskedastyczności (test Breuscha-Pagana, $p = 0,016$) wyznaczono docelowe parametry z odporną macierzą wariancji-kowariancji, spójną w warunkach heteroskedastyczności i autokorelacji (ang. *heteroskedasticity and autocorrelation consistent*, HAC) w wariancie Neweya-Westa.

Tabela 1. Wyniki estymacji modelu panelowego LSDV
(zmienna objaśniana: $\Delta Kredyty_{i,t}$)

Zmienna objaśniająca	Współczynnik (Błąd standardowy HAC)
Zmienne bazowe i kontrolne	
$\Delta Kredyty_{i,t-1}$	0,6215*** (0,1216)
$\Delta CET1_{i,t}$	-0,8463*** (0,2695)
$\Delta NPL_{i,t-1}$	-2,9246* (1,4728)
$GFCF_{i,t}$	-0,2088*** (0,0518)
$PKB_{i,t-1}$	-0,0247 (0,0482)
$\Delta Stopa_{i,t-1}$	0,0527 (0,2482)
$COVID_t$	-0,0036* (0,0021)
Efekty interakcyjne (wypychanie)	
$\Delta Obligacje_{i,t} \times \text{Niemcy}$	-0,0629 (0,0533)
$\Delta Obligacje_{i,t} \times \text{Francja}$	-0,0488** (0,0223)
$\Delta Obligacje_{i,t} \times \text{Polska}$	-0,0925*** (0,0316)
Statystyki modelu	
Skorygowany R^2	0,619
Liczba obserwacji ($N \times T$)	88

Źródło: opracowanie własne.

Uwaga: W nawiasach podano błędy standardowe estymowane z wykorzystaniem macierzy odpornej HAC Neweya-Westa. Poziomy istotności oznaczono odpowiednio: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$. Model zawiera oszacowane indywidualne efekty stałe dla państw (odrębne wyrazy wolne), których wartości pominięto w tabeli dla przejrzystości. Zmienne PKB oraz GFCF wyrażono jako dynamikę roczną (r/r) obserwacji kwartalnych i z tego względu nie podlegały dodatkowemu różnicowaniu, dlatego brak przy nich oznaczenia Δ .

3.4. Omówienie wyników estymacji

Wyniki estymacji (tabela 1) wskazują na dobrą zdolność objaśniającą modelu (skorygowany $R^2 = 0,619$), co dla danych różnicowych jest wartością typową. Parametry kontrolne są w większości spójne z teorią. Istotny ujemny wpływ wzrostu CET1 (-0,8463***) jest zgodny z ustaleniem, że banki dostosowują wskaźniki kapitałowe przez redukcję aktywów ważonych ryzykiem, a nie dokapitalizowanie (Gropp i in. 2019, s. 284–285). Wzrost odsetka kredytów zagrożonych w poprzednim kwartale ($\Delta NPL_{t-1} = -2,9246^*$) marginalnie ogranicza podaż kredytu, choć parametr jest niestabilny (zmienia znak w wariancie z opóźnieniami trzeciego rzędu, L3). Dynamika PKB i opóźniona zmiana stopy referencyjnej okazały się nieistotne. Zmienna pan-

demiczna jest marginalnie istotna i ujemna ($\text{COVID} = -0,0036^*$). Mimo wsparcia programów gwarancyjnych BGK, KfW i Bpifrance szoki popytowe przełożyły się netto na niższą dynamikę kredytu korporacyjnego. Ujemna i istotna korelacja nakładów inwestycyjnych z akcją kredytową ($\text{GFCF} = -0,2088^{***}$) sygnalizuje, że wzrost inwestycji w badanym okresie nie był powiązany z ekspansją kredytu bankowego; możliwe wyjaśnienia obejmują wzrost udziału finansowania wewnętrznego, emisje rynkowe lub zmiany w strukturze sektorowej inwestycji. Zagregowany charakter danych uniemożliwia jednak jednoznaczne rozstrzygnięcie. Obserwacja ta dotyczy inwestycji realizowanych w badanym okresie, w znacznej części odtworzeniowych i możliwych do sfinansowania ze środków własnych. Nie przesądza natomiast o zdolności sektora do finansowania kapitałochłonnych przedsięwzięć transformacyjnych, których skala wyklucza finansowanie wewnętrzne. Parametr ten zanika w teście z opóźnioną GFCF ($\beta \hat{=} 0,007$; $p = 0,903$), co nakazuje ostrożność w interpretacji przyczynowej; w tej samej specyfikacji parametr wypychania dla Polski zachował ujemny kierunek ($\beta_{\text{PL}} = -0,060$) przy obniżonej istotności ($p = 0,124$).

3.5. Efekt wypychania: analiza parametrów interakcyjnych

Centralnym elementem analizy jest ewaluacja efektu wypychania przez parametry interakcyjne. Efekt jest istotny statystycznie w Polsce i Francji, lecz nieistotny w Niemczech. Należy przy tym jednak zaznaczyć, że jest to różnica w wykrywalności efektu, a nie potwierdzona statystycznie różnica w jego natężeniu. Kwestię tę rozstrzygają testy równości współczynników omówione poniżej. Przed interpretacją różnic międzykrajowych należy rozstrzygnąć, czy rozbieżności w oszacowaniach punktowych są istotne statystycznie. Testy Walda na równość współczynników interakcyjnych (z odporną macierzą HAC) nie dały podstaw do jej odrzucenia w żadnej parze, tj. Polska–Francja ($F = 1,33$; $p = 0,252$), Polska–Niemcy ($F = 0,24$; $p = 0,628$), Niemcy–Francja ($F = 0,05$; $p = 0,816$) ani łącznie ($F = 0,67$; $p = 0,513$). Dane są więc spójne z jednym wspólnym parametrem wypychania rzędu $-0,06$ do $-0,07$, a podział na współczynniki krajowe nie jest statystycznie uzasadniony. Brak mocy do ich rozróżnienia jest bezpośrednią konsekwencją wąskiego przekroju ($N = 3$) i krótkich szeregów ($T \approx 29\text{--}30$). Ponieważ specyfikacja obejmuje pełny zestaw interakcji dla trzech państw, bez samodzielnego członu dynamiki obligacji, parametry β mają bezpośrednią interpretację krańcową. Przyspieszeniu dynamiki portfela obligacji skarbowych o jeden punkt procentowy towarzyszy w tym samym kwartale spowolnienie dynamiki akcji kredytowej o $0,09$ punktu procentowego w Polsce i $0,05$ punktu procentowego we Francji. Oszacowania różnią się jednak precyzją. Oparte na błędach standardowych HAC 95-procentowe przedziały ufności wynoszą $[-0,156; -0,029]$ dla Polski i $[-0,093; -0,004]$ dla Francji, wobec ponad dwukrotnie szerszego przedziału dla Niemiec.

3.5.1. System bankowy Niemiec

Współczynnik interakcji okazał się statystycznie nieistotny ($-0,0629$; $p > 0,1$). Wynik ten jest zgodny z ustaleniami z okresu kryzysu zadłużeniowego, według których banki w krajach peryferyjnych strefy euro zwiększały ekspozycję na krajowy dług publiczny w reakcji na wzrost

ryzyka kraju, czego nie obserwowano w krajach rdzenia (Battistini, Pagano, Simonelli 2014), a transmisja napięć na rynku długu do akcji kredytowej koncentrowała się w krajach objętych stresem fiskalnym (Altavilla, Pagano, Simonelli 2017). Oszacowanie punktowe jest jednak co do wartości bezwzględnej wyższe niż istotny współczynnik francuski, a jego nieistotność wynika głównie z niskiej precyzji (błąd standardowy 0,053 przy $T=29$). Szeroki przedział ufności $([-0,169; +0,043])$ nie pozwala odróżnić efektu niemieckiego ani od zera, ani od oszacowań dla Polski i Francji. Brak wykrywalnego efektu jest spójny z mechanizmami z rozdziału 2 (Hausbankprinzip, trójfilarowa architektura), wzmocnionymi przez programy skupu aktywów EBC (ang. *asset purchase programme*, APP, oraz *pandemic emergency purchase programme*, PEPP), które nasycaly sektor płynnością.

3.5.2. System bankowy Francji

Zidentyfikowano umiarkowany, ujemny wpływ zakupów obligacji na akcję kredytową $(-0,0488^{**}; p < 0,05)$, odzwierciedlający hybrydowy charakter architektury. Bpifrance częściowo amortyzuje szoki przez instrumenty kapitałowe i transze *first-loss*, lecz silnie skonsolidowany, zorientowany na rynki hurtowe sektor wykazuje skłonność do substytucji ryzykownego kredytu na rzecz płynnych aktywów skarbowych. Wynik francuski jest jednak najmniej odporny. Traci istotność przy opóźnieniach L2/L3 i przy opóźnionej GFCF (gdzie zmienia znak), a bootstrapowy przedział ufności obejmuje zero, wobec czego jego interpretację należy formułować z ostrożnością.

3.5.3. System bankowy Polski

Współczynnik interakcji jest istotny i ma najwyższe oszacowanie punktowe spośród badanych krajów $(-0,0925^{***}; p < 0,01)$, choć jego różnica względem współczynnika francuskiego nie jest istotna statystycznie. Wynik jest spójny z diagnozą instytucjonalną. Napotykając limity koncentracji z art. 395 CRR i alokację w reżimie *supervisory slotting* oraz zniechęcane asymetrycznym klinem regulacyjno-podatkowym, polskie banki transferują kapitał z sektora przedsiębiorstw w stronę nieopodatkowanego długu publicznego, co potwierdza tezę o dysfunkcyjnej fragmentaryzacji modelu, w którym państwo jako pasywny gwarant nie redukuje ryzyk strukturalnych u źródła.

4. WNIOSKI I REKOMENDACJE

Specyfika badania, które można określić jako porównawcze studium sondażowe trzech systemów, nie pozwala na sformułowanie wniosków o charakterze uogólniającym. Wyniki oszacowań są zgodne z tezą, że zdolność państwa do mobilizacji kapitału prywatnego na inwestycje strategiczne zależy od architektury wsparcia. W Niemczech, gdzie funkcjonuje antycykliczny model oparty na KfW i zasadzie Hausbankprinzip, efektu wypychania nie wykryto, natomiast w Polsce okazał się on istotny statystycznie. Bariery wynikające z sekwencji filtrów ostrożnościowych (reżim *supervisory slotting*, limity koncentracji z art. 395 CRR) w zderzeniu z asyme-

trycznym klinem regulacyjno-podatkowym skłaniają sektor do arbitrażu na rzecz nieopodatkowanych obligacji skarbowych. Zniwelowanie luki inwestycyjnej wymaga odejścia od linearnych form wsparcia ku zaawansowanym technikom strukturyzacji ryzyka (ang. *de-risking*) oraz wdrożenia zintegrowanych mechanizmów podporządkowanych w dwóch formach. Instrumenty typu *first-loss funded* (dług podporządkowany lub wkłady *quasi-equity* ze strony PFR) poprawiają wskaźniki DSCR w warunkach stresowych; instrumenty typu *first-loss unfunded* (zabezpieczenia KUKE lub BGK) przenoszą ryzyko popytowe z bilansu banku na sektor publiczny, optymalizując wymogi kapitałowe i zwalniając przestrzeń w limitach koncentracji. Wdrożenie tych instrumentów musi postępować równolegle z ewolucją mandatu instytucji rozwojowych, od pasywnego gwaranta ku aktywnemu paradygmatowi kształtowania rynku (*market-shaping*) i ścisłej koordynacji kapitału publicznego, w której koordynacja działań BGK, PFR i KUKE tworzyłaby spójny punkt kontaktowy dla banków komercyjnych. W badanych przypadkach to państwo, przejmując rolę inwestora pierwszej instancji (ang. *investor of first resort*) na wczesnych etapach cyklu życia megaprojektów, było w stanie ustabilizować ich profil ryzyka do poziomu akceptowalnego dla standardowego rachunku bankowego. Mechanizm ten jest spójny z modelem francuskim (Bpifrance); powyższe rekomendacje oparto jednak przede wszystkim na analizie instytucjonalnej, a nie na różnicy współczynników, której istotności dane nie potwierdzają.

4.1. Ograniczenia badania i kierunki dalszych analiz

Wnioski należy interpretować w świetle ograniczeń metodologicznych. Jednym z głównych ograniczeń jest mała liczebność próby i wynikający z niej niedostatek mocy statystycznej. Trójelementowy zbiór analizowanych systemów ($N = 3$) może ograniczać trafność wniosków dla szerszego zbioru systemów. Zagregowana dynamika kredytu korporacyjnego posłużyła jako przybliżenie (ang. *proxy*) wolumenów finansowania strukturalnego (ang. *project finance*), a horyzont obejmujący 30 kwartałów od 2018 r. wynika ze zmiany strukturalnej (MSSF 9, finalizacja reżimu CRR/CRD). Liczebność 88 obserwacji dla badanych systemów jest skutkiem nakładania się kilku ograniczeń, czyli minimalnego zbioru ($N = 3$), bariery strukturalnej 2018 r. ograniczającej horyzont, różnicowania szeregów pochtaniającego obserwacje początkowe oraz dynamicznej specyfikacji z opóźnieniami (panel jest przy tym niezbilansowany, 29/29/30). W konsekwencji występują duże błędy standardowe kluczowych współczynników, w szczególności dla Niemiec (0,053). Bezpośrednią konsekwencją jest niska moc wyjaśniająca dla najważniejszego pytania o różnice siły efektu między krajami. Przy szerokich przedziałach ufności badanie nie odróżnia efektów rzędu -0,05 od -0,09 (test łączny $p = 0,51$), więc heterogeniczność siły efektu jest hipotezą, nie ustaleniem empirycznym. Obronione pozostają natomiast (i) mierzalny, kierunkowo odporny efekt w Polsce; (ii) jego niewykrywalność w Niemczech; oraz (iii) jakościowa analiza instytucjonalno-porównawcza (rozdziały 1 i 2), niezależna od mocy modelu. Naturalnym kierunkiem dalszych badań jest przejście na dane mikropanelowe z rejestrów kredytowych, zwiększające moc identyfikacji i umożliwiające wewnątrzorganizacyjną dekompozycję awersji do ryzyka.

Stabilność wyników poddano analizie wrażliwości w pięciu specyfikacjach (bazowej, z opóźnieniami L2 i L3, bez okresu pandemicznego i z opóźnioną GFCF). Parametr wypychania dla Polski zachowuje ujemny znak we wszystkich pięciu specyfikacjach, a istotność na poziomie $\alpha = 0,05$ w trzech z nich (bazowa $p = 0,005$; L2 $p = 0,002$; L3 $p = 0,001$); traci ją po wyłączeniu pandemii ($p = 0,108$) i przy opóźnionej GFCF ($p = 0,124$). Kierunek efektu jest stabilny, lecz jego siła statystyczna zależy od specyfikacji i ujawnia się najsilniej w warunkach gwałtownych szoków podażowych długu publicznego.

PODSUMOWANIE

Łącząc analizę instytucjonalno-porównawczą z modelowaniem panelowym, badanie dostarcza argumentów, że dysfunkcjonalność architektury wsparcia jest mierzalną, podażową determinantą efektu wypychania. Nie potwierdzono natomiast, by efekt różnił się systematycznie między modelami instytucjonalnymi, stąd ostrożność w kwalifikacji wyników i określenie ich mianem hipotezotwórczych.

Analiza instytucjonalna przeprowadzona w rozdziałach 1 i 2 ukazała wypychanie jako wypadkową właściwości architektury systemów, a nie prosty skutek ekspansji fiskalnej. Modele zachodnioeuropejskie przewencyjnie neutralizują bariery bilansowe *ex ante* (niedopasowanie terminów zapadalności w Niemczech, niemierzalne ryzyko technologiczne i popytowe we Francji, karne wagi ryzyka w reżimie *supervisory slotting*), podczas gdy polskie gwarancje *pari passu* w warunkach siłowości BGK, PFR i KUKE tych deficytów nie adresują, przenosząc ryzyko do bilansów komercyjnych. Empiryczna weryfikacja (LSDV, 88 obserwacji) potwierdziła istotny efekt w Polsce i Francji, nieobecny w Niemczech, ale testy równości współczynników nie wykazały różnic w jego sile ($p = 0,51$). Hipoteza H1 została potwierdzona z zastrzeżeniem, że kierunek efektu jest stabilny we wszystkich pięciu specyfikacjach, lecz istotność statystyczna występuje tylko w trzech z pięciu. Natomiast H2 pozostaje ramą interpretacyjną wymagającą danych o większej mocy.

Artykuł łączy dwa dotychczas rozdzielne nurty badawcze, czyli analizę sprzężenia skarbowo-bankowego oraz ocenę efektywności instytucji finansowania rozwoju, w jednolitej ramie ekonometrycznej uwzględniającej heterogeniczność architektury wsparcia. Koncepcja „architektury absorpcji ryzyk strukturalnych” jako zmiennej moderującej efekt wypychania wprowadza także kategorię analityczną wykraczającą poza klasyczne wskaźniki wolumenowe (wartość gwarancji, liczba projektów) ku diagnozie funkcjonalnej zdolności systemu do neutralizacji barier bilansowych banków.

Wyniki przeprowadzonych analiz mają bezpośrednie implikacje dla reformy polskiej architektury wsparcia, a w wymiarze europejskim są spójne z debatą nad pogłębieniem Unii Rynków Kapitałowych (Komisja Europejska 2020; Eurogrupa 2024) i reformą mandatów narodowych banków prorozwojowych ku większej integracji z wymogami ostrożnościowymi; postulowana

na gruncie analizy instytucjonalnej skuteczność modelu typu Bpifrance może stanowić punkt odniesienia dla krajów reformujących własne instrumenty.

Polska gospodarka wchodzi w okres bardzo wysokiego zapotrzebowania na kapitał transformacyjny przy ograniczonej przestrzeni fiskalnej. Badanie wskazuje, że zdolność sektora bankowego do sfinansowania tej transformacji zależy nie tylko od uwarunkowań makroekonomicznych i regulacyjnych, lecz także od wyboru między pasywnym naprawianiem zawodności rynku a aktywnym kształtowaniem warunków, w których kapitał prywatny może podjąć ryzyko niemożliwe do samodzielnego udźwignięcia, zgodnie z koncepcją państwa przedsiębiorczego (Mazzucato 2013).

BIBLIOGRAFIA

- Altavilla C., Pagano M., Simonelli S. (2017), *Bank exposures and sovereign stress transmission*, „Review of Finance”, 21(6).
- Battistini N., Pagano M., Simonelli S. (2014), *Systemic risk, sovereign yields and bank exposures in the euro crisis*, „Economic Policy”, 29(78).
- Becker B., Ivashina V. (2014), *Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis*, Working Paper. Swedish House of Finance Research Paper No. 14–13.
- Broner F., Erce A., Martin A., Ventura J. (2014), *Sovereign debt markets in turbulent times: Creditor discrimination and crowding-out effects*, „Journal of Monetary Economics”, 61.
- Bruno G. S. F. (2005), *Approximating the bias of the LSDV estimator for dynamic unbalanced panel data models*, „Economics Letters”, 87(3).
- Elmendorf D. W., Mankiw N. G. (1999), *Government debt*, [w:] J. B. Taylor, M. Woodford (red.), *Handbook of Macroeconomics* (vol. 1, s. 1615–1669). Elsevier.
- Eurogrupa (2024), Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union.
- European Central Bank (2023), Statistical Data Warehouse: Banking structural financial indicators. <https://sdw.ecb.europa.eu> (dostęp: 23.05.2026).
- Gropp R., Mosk T., Ongena S., Wix C. (2019), *Banks response to higher capital requirements: Evidence from a quasi-natural experiment*, „Review of Financial Studies”, 32(1).
- Hauner D. (2009), *Public debt and financial development*, „Journal of Development Economics”, 88(1).
- Jiménez G., Ongena S., Peydró J.-L., Saurina J. (2017), *Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers and credit supply: Evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments*, „Journal of Political Economy”, 125(6).
- Judson R. A., Owen, A. L. (1999), *Estimating dynamic panel data models: A guide for macroeconomists*, „Economics Letters”, 65(1).

KfW Bankengruppe (2020), Merkblatt KfW-Unternehmerkredit (Produktnummer 037/047, Bestellnummer 600 000 0188, Stand 01.01.2020). KfW.

KfW Bankengruppe (2022), Merkblatt KfW-Unternehmerkredit, KfW-Sonderprogramm 2020 (Produktnummer 037/047, Bestellnummer 600 000 0188, Stand 01.01.2022). KfW.

KfW Bankengruppe (2025), Merkblatt Kredit Nr. 295. Bundesförderung für Energie- und Ressourceneffizienz in der Wirtschaft (Bestellnummer 600 000 4389, Stand 12/2025). KfW.

KfW (2024), KfW Financial Report 2023. Combined Management Report. KfW.

Kiviet J. F. (1995), *On bias, inconsistency, and efficiency of various estimators in dynamic panel data models*, „Journal of Econometrics”, 68(1).

Kumhof M., Tanner E. (2005), *Government debt: A key role in financial intermediation*, IMF Working Paper WP/05/57.

Komisja Europejska (2020), Plan działania na rzecz unii rynków kapitałowych. Komunikat COM(2020) 590 final.

Laubach T. (2009), *New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt*, „Journal of the European Economic Association”, 7(4).

MacKinnon J. G., Smith A. A. (1998), *Approximate bias correction in econometrics*, „Journal of Econometrics”, 85(2).

Mazzucato M. (2013), *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs. Private Sector Myths*, Anthem Press.

Mertens D., Thiemann M. (2018), *Market-based but state-led: The role of public development banks in shaping market-based finance in the European Union*, „Competition & Change”, 22(2).

Mertens D., Thiemann M., Volberding P. (2021), *The Reinvention of Development Banking in the European Union: Industrial Policy in the Single Market and the Emergence of a Field*, Oxford University Press.

Ministerstwo Klimatu i Środowiska (2024), Projekt aktualizacji Krajowego planu na rzecz energii i klimatu (KPEiK) na lata 2021–2030, <https://www.gov.pl/web/energia/ministerstwo-energii-opublikowalo-projekt-krajowego-planu-w-dziedzinie-energii-i-klimatu-do-2030-i-2040-roku-to-kluczowy-dokument-dla-polskiej-energetyki-i-polskiej-gospodarki> (dostęp: 23.05.2026).

Nickell S. J. (1981), *Biases in dynamic models with fixed effects*, „Econometrica”, 49(6).

Popov A., Van Horen N. (2015), *Exporting sovereign stress: Evidence from syndicated bank lending during the euro area sovereign debt crisis*, „Review of Finance”, 19(5).

Wooldridge, J. M. (2010), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, (wyd. 2), MIT Press.

Akty prawne

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 (CRR), Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (CRD IV), Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (BMR), Dz. Urz. UE L 171 z 29.06.2016.

Rozporządzenie Komisji (UE) 2016/2067 z dnia 22 listopada 2016 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 9 (MSSF 9), Dz. Urz. UE L 323 z 29.11.2016.

DOI: 10.26354/bb.2.2.103.2026

Błażej Lepczyński*

ORCID: 0000-0002-1954-1144

blazej.lepczynski@ug.edu.pl

Marta Penczar**

ORCID: 0000-0002-3564-1460

marta.penczar@ug.edu.pl

Wielowymiarowa analiza dojrzałości ryнку kredytów mieszkaniowych w krajach Unii Europejskiej

STRESZCZENIE

Wolumen kredytów mieszkaniowych w relacji do PKB wskazuje na znaczenie tego segmentu pośrednictwa w systemie finansowym danego kraju. Odpowiednio analizowane ujęte cechy rynku danego kraju – w ujęciu porównawczym z innymi – pozwalają ocenić stopień jego dojrzałości. Jednocześnie taka ocena dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych może służyć w przybliżeniu jako przesłanka stabilności systemu finansowego w danym kraju czy grupie krajów. Badania cech i prawidłowości procesów dojrzewania rynków kredytów mieszkaniowych w różnych krajach są stosunkowo nieliczne, a przy tym trudne metodologicznie (m.in. ze względu na heterogeniczność).

Celem artykułu jest analiza i skwantyfikowanie stopnia dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych w 19 krajach Unii Europejskiej. Do analizy zebranych danych wykorzystano technikę TOPSIS, dedykowaną do syntetycznej oceny wielokryterialnych procesów w formule liniowego uporządkowania obiektów. Analizie poddano dziewięć wybranych wskaźników diagnostycznych badanych rynków, a wyniki posłużyły do sporządzenia rankingu. Z kolei wskaźniki cech ele-

* Błażej Lepczyński – dr, adiunkt w Katedrze Bankowości i Finansów na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.

** Marta Penczar – dr, adiunkt w Katedrze Bankowości i Finansów na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.

mentarnych oraz syntetyczne wskaźniki dojrzałości rynków posłużyły do grupowania badanych krajów. Przeprowadzona analiza wskazuje na wyraźną segmentację rynków kredytów mieszkaniowych w badanych krajach UE według zastosowanych kryteriów i wskaźników, a tym samym stanowi to dowód, że proces konwergencji modeli finansowania mieszkaniowego w Unii Europejskiej pozostaje niezakończony, a różnice historyczne i instytucjonalne nadal istotnie rzutują na poziom rozwoju tych rynków. Najwyższe pozycje zajęły kraje Europy Północnej i Zachodniej, charakteryzujące się dużą głębokością rynku, rozwiniętymi mechanizmami refinansowania opartymi na listach zastawnych, relatywnie stabilnymi warunkami cenowymi oraz znaczącym udziałem kredytów o stałym oprocentowaniu. Taki układ wyników wskazuje, że dojrzałość rynku kredytów mieszkaniowych jest związana nie tylko z poziomem zadłużenia hipotecznego, ale również z trwałością źródeł finansowania, stopniem rozwoju rynku kapitałowego. Na ostatnich pozycjach znalazły się: Węgry, Polska, Rumunia, Grecja, Cypr i Czechy.

Słowa kluczowe: dojrzałość rynków, kredyt mieszkaniowy, analiza wielowymiarowa, metoda TOPSIS

Kody JEL: G21, F36, C38

A MULTIDIMENSIONAL ANALYSIS OF THE MATURITY OF RESIDENTIAL MORTGAGE MARKETS IN THE EUROPEAN UNION COUNTRIES

ABSTRACT

The volume of housing loans relative to GDP indicates the importance of this segment of intermediation in a country's financial system. Properly analyzed, the market features of a given country – when compared with others – allow for an assessment of its level of maturity. At the same time, such an evaluation of the maturity of the housing loan market can roughly serve as an indication of the stability of the financial system in a given country or group of countries. Research on the characteristics and patterns of the maturation processes of housing loan markets in different countries is relatively scarce and methodologically challenging (among other things, due to heterogeneity).

The goal of the article is to analyze and quantify the maturity level of the housing loan market in 19 European Union countries. The analysis of the collected data used the TOPSIS technique, designed for a synthetic assessment of multi-criteria processes in the form of linear ranking of objects. Nine selected diagnostic indicators of the studied markets were analyzed. The diagnostic indicators of the examined markets and the results were used to create a ranking. Meanwhile, the indicators of basic features and the synthetic market maturity indicators were used to group the studied countries. The conducted analysis shows a clear segmentation of the mortgage markets in the examined EU countries according to the applied criteria and indicators, and thus provides evidence that the process of convergence of housing finance models

in the European Union remains unfinished, while historical and institutional differences still significantly affect the development level of these markets. The highest positions were taken by Northern and Western European countries, characterized by a deep market, developed refinancing mechanisms based on covered bonds, relatively stable price conditions, and a significant share of fixed-rate loans. This pattern of results indicates that the maturity of the mortgage market is associated not only with the level of mortgage debt, but also with the durability of funding sources, the level of capital market development. At the bottom of the ranking were: Hungary, Poland, Romania, Greece, Cyprus, and the Czech Republic.

Keywords: market maturity, residential mortgage lending, multidimensional analysis, TOPSIS method

JEL Codes: G21, F36, C38

WSTĘP

Rynek nieruchomości odgrywa kluczową rolę zarówno w gospodarce krajowej, jak i w życiu gospodarstw domowych (Ferrari i Loseto 2023), wpływając na poziom inwestycji, zatrudnienie oraz stabilność finansową społeczeństwa (Feruś 2024). Stanowi istotny segment gospodarki, który oddziałuje na rozwój sektorów budownictwa, usług i finansów. Niezbędnym warunkiem dynamicznego rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych jest dojrzały rynek pośrednictwa finansowego, który umożliwia efektywne finansowanie inwestycji mieszkaniowych dzięki dostępności kredytów hipotecznych¹ dla gospodarstw domowych. Dobrze uregulowana i stabilna polityka kredytowa znacząco wpływa na sprawność procesu inwestycyjnego i płynność transakcji, stymulując popyt na nieruchomości i zwiększając siłę nabywczą gospodarstw domowych. Wyjściowa hipoteza badawcza zakłada, że dojrzałość rynków kredytów mieszkaniowych w krajach UE jest wysoce zróżnicowana wskutek niejednakowego stopnia zaawansowania cech elementarnych składających się na syntetyczny wskaźnik dojrzałości (SWD). Jednocześnie na podstawie studiów literatury można stwierdzić, że uniwersalne wyjaśnienie prawdziwości procesów dojrzewania rynku hipotecznych kredytów mieszkaniowych jest nader złożone, jeżeli wręcz niemożliwe. Wynika to m.in. ze specyficznego i, co ważne, zmiennego kontekstu systemowego dla poszczególnych rynków lub ich grup.

Celem artykułu jest wielokryterialna ocena dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w 19 krajach Unii Europejskiej. Struktura artykułu obejmuje krytyczną analizę literatury poświę-

¹ W artykule używamy trzech określeń: mieszkaniowe kredyty hipoteczne, kredyty hipoteczne i kredyty mieszkaniowe. W większości krajów europejskich kredyt mieszkaniowy (na cele mieszkaniowe) to kredyt zabezpieczony hipoteką. Jednak są w Europie również kraje, w których dużą rolę w strukturze kredytów mieszkaniowych odgrywa kredyt gwarantowany (z gwarancją strony trzeciej), a mniejszą klasyczny kredyt hipoteczny oparty na zabezpieczeniu rzeczowym. Przykładem takiego kraju jest Francja, gdzie popularnym rozwiązaniem jest przyjęcie przez bank gwarancji od wyspecjalizowanej instytucji, która poręcza spłatę kredytów w razie problemów ze spłatą kredytu ze strony kredytobiorcy. Największą instytucją specjalizującą się w gwarancjach kredytów mieszkaniowych (fr. *caution*) jest we Francji Crédit Logement.

conej przede wszystkim kryteriom i wskaźnikom oceny dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych, przy czym zidentyfikowano lukę badań i publikacji poświęconych wielokryterialnym analizom tej dojrzałości. Oryginalność artykułu polega na opracowaniu wielokryterialnej koncepcji oceny dojrzałości rynku hipotecznych kredytów mieszkaniowych i zastosowaniu wybranego narzędzia analitycznego do opracowania rankingu dojrzałości badanych rynków. Osobno omówiono wątek dotyczący formuł oprocentowania kredytów mieszkaniowych i czynników determinujących wybór określonej formuły przez kredytobiorców. Wybór między oprocentowaniem stałym a zmiennym istotnie wpływa na ryzyko kredytowe gospodarstw domowych, a tym samym na stabilność całego portfela kredytów mieszkaniowych, co czyni ten wątek integralnym elementem oceny dojrzałości rynku.

1. DOJRZAŁOŚĆ RYNKU KREDYTÓW MIESZKANIOWYCH

Problem dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych pozostaje słabo rozpoznany w literaturze. Dojrzałość należy odnosić do poziomu rozwoju i stabilności rynku kredytów hipotecznych w danym kraju lub regionie. Dokonując dekompozycji tego pojęcia, możemy stwierdzić, że odnosi się ono do pytania, jak dobrze rozwinięty jest rynek pod względem zdolności do zaspokajania potrzeb pożyczkobiorców i kredytodawców, dostępnych produktów oraz ogólnej efektywności i funkcjonowania rynku. Pojęcie dojrzałości rynku powinno łączyć zarówno aspekt związany z rozwojem rynku, jak i jego stabilnością.

European Mortgage Federation jako miarę dojrzałości rynku hipotecznego dla 28 krajów Unii Europejskiej przyjmuje udział zadłużenia z tytułu kredytów hipotecznych w PKB (Erol 2019). Jest to podejście jednowymiarowe, sprowadzające się do oceny wyłącznie wielkości rynku kredytów mieszkaniowych w odniesieniu do rozmiarów gospodarki. Tymczasem zbyt wysoki wskaźnik kredytów mieszkaniowych do PKB może być sygnałem podwyższonego ryzyka destabilizacji sektora bankowego. Tym samym jednowymiarowe podejście do oceny dojrzałości rynku jest niewystarczające i wymaga uzupełnienia o dodatkowe kryteria.

A. Bickova i E. Sierminska (Bicakova i Sierminska 2008) wskazują, że dojrzałość rynku kredytów hipotecznych zależy, z jednej strony, od ogólnego otoczenia prawnego (takiego jak egzekwowanie umów, skuteczność sądów, przepisy dotyczące zabezpieczeń i upadłości) oraz od dostępności informacji kredytowej i wymiany informacji, a z drugiej strony od bezpośrednich regulacji rynku kredytów hipotecznych. Podejście tych autorek ma charakter regulacyjny, wpisując się w szersze pojęcie rozwoju rynku.

Dojrzałość rynku kredytów mieszkaniowych należy także analizować w kontekście fazy cyklu życia rynku: fazy wstępnej, fazy dynamicznego rozwoju oraz fazy dojrzałości. W niniejszym artykule przyjęto koncepcję cyklu życia rynku jako ramy analitycznej, świadomie odchodząc od klasycznego modelu cyklu życia produktu, który zakłada linearną i nieuchronną fazę schyłkową, która dla rynków zaspokajających trwałe potrzeby społeczne jest nieadekwatna.

W fazie wstępnej rynek kredytów hipotecznych zaczyna się kształtować, a kredyty hipoteczne są słabo dostępne i zazwyczaj tylko dla wąskiej grupy osób o wysokich dochodach. Ryzyko kredytowe jest duże, co powoduje, że banki stawiają wysokie wymagania w zakresie wkładu własnego. W początkowej fazie rozwoju banki opierają się na takich tradycyjnych formach finansowania, jak kredyty udzielane przez banki państwowe lub duże banki komercyjne. Na tym etapie poziom oprocentowania kredytów jest zwykle wysoki, a warunki kredytowe relatywnie rygorystyczne. Brak odpowiednich regulacji może powodować zagrożenia dla stabilności systemu finansowego.

W fazie dynamicznego rozwoju rynek kredytów hipotecznych zyskuje na znaczeniu. Pojawiają się bardziej zróżnicowane produkty hipoteczne, dostosowane do różnych potrzeb konsumentów. Wzrost konkurencji między bankami prowadzi do obniżenia kosztów kredytów. Ważnym elementem jest rozwój rynku wtórnego i instrumentów finansowych wspierających rynek, jak listy zastawne. Ważnym kanałem dystrybucji kredytów staje się pośrednictwo kredytowe.

O rynku w fazie dojrzałości można mówić wówczas, gdy rynek osiąga stabilność, a instytucje finansowe oferują szeroką gamę produktów dostosowanych do różnych segmentów rynku. Produkty hipoteczne stają się powszechne, zróżnicowane i dostępne dla szerokiej grupy konsumentów, którzy charakteryzują się wysokim poziomem edukacji finansowej. Kredytobiorcy podejmują natomiast świadome decyzje dotyczące wyboru pomiędzy kredytami o stałej stopie procentowej a kredytami z oprocentowaniem zmiennym. Rynek wtórny kredytów hipotecznych jest dobrze rozwinięty i umożliwia bankom efektywne zarządzanie portfelem kredytów. Oznacza to, że kredyty hipoteczne, po udzieleniu, mogą być łatwo sprzedawane lub sekurytyzowane na rynku wtórnym, co pozwala bankom na szybkie odzyskanie kapitału oraz zmniejszenie ryzyka kredytowego.

Tabela 1. Kryteria i charakterystyki dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych

Kryterium	Definicja	Potencjalne oddziaływanie
Wielkość i penetracja rynku (głębokość rynku)	Rozmiar i dostępność rynku w relacji do gospodarki i gospodarstw domowych. Kryterium pozwala na analizę, na ile w danych warunkach makroekonomicznych dostępna jest szeroka gama produktów hipotecznych, dostosowanych do różnych potrzeb i możliwości finansowych konsumentów, takich jak kredyty o stałej stopie procentowej, kredyty o zmiennym oprocentowaniu oraz kredyty wspierane przez państwo.	Wyższe wartości wskazują na szeroki dostęp do rynku kredytów mieszkaniowych i rozbudowaną ofertę produktów kredytowych.

Tabela 1. cd.

Kryterium	Definicja	Potencjalne oddziaływanie
Źródła i jakość finansowania	Struktura źródeł finansowania kredytów mieszkaniowych w bankach (depozyty, obligacje, listy zastawne), z uwzględnieniem ich wpływu na długoterminową stabilność i odporność na wahania rynkowe.	Wysoki udział listów zastawnych sygnalizuje długoterminowe, stabilne finansowanie.
Warunki cenowe i konkurencja	Poziomu i struktura kosztu kredytów mieszkaniowych (m.in. średnie oprocentowanie i jego zmienność) jako odzwierciedlenie siły konkurencji między instytucjami finansowymi oraz efektywności mechanizmów rynkowych.	Niższe średnie oprocentowanie przy niskiej zmienności (odchyleniu) oznacza większą konkurencję i stabilność systemu finansowego.
Nasycenie rynku	Poziom popytu na finansowanie mieszkaniowe – wskazuje, na jakim poziomie znajduje się rynek kredytów mieszkaniowych pod kątem dalszego potencjału wzrostu liczby nowych kredytobiorców i dynamiki akcji kredytowej.	Wysokie nasycenie rynku może wskazywać na większą dostępność finansowania mieszkaniowego i bardziej rozwinięty sektor finansowy, ale, z drugiej strony, może świadczyć o wysokim poziomie zadłużenia gospodarstw domowych oraz podatność rynku na zmiany koniunktury i stóp procentowych.
Świadomość i kompetencje konsumentów	Poziom wiedzy finansowej i zdolności do podejmowania świadomych decyzji kredytowych, obejmująca umiejętność rozumienia kosztów, ryzyka (stopy procentowej, kursowego) oraz umiejętność porównywania ofert rynkowych.	Wyższa wiedza finansowa społeczeństwa umożliwia świadome korzystanie z kredytów, sprzyja innowacjom produktowym i ogranicza ryzyko nadmiernego zadłużenia.
Dostępność i obciążenie kosztami mieszkaniowymi	Poziom, w jakim gospodarstwa domowe są w stanie finansowo pozwolić sobie na zakup lub wynajem mieszkania, uwzględniając relację kosztów mieszkaniowych do dochodów.	Pogorszenie dostępności mieszkań może ograniczać popyt i zwiększać wykluczenie mieszkaniowe w społeczeństwie.
Znaczenie stałego oprocentowania	Znaczenie kredytów hipotecznych o stałym oprocentowaniu	Większy udział stałego oprocentowania może zwiększać stabilność finansową gospodarstw domowych, ograniczać ryzyko związane ze zmianami stóp procentowych i zmniejszać podatność rynku mieszkaniowego na szoki makroekonomiczne.

Źródło: opracowanie własne.

W świetle literatury siedem kryteriów scharakteryzowanych w tabeli 1 stanowi użyteczne narzędzie do wielokryterialnej oceny stopnia dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych. Ich kompleksowe ujęcie pozwala na syntetyczną ocenę funkcjonowania rynku, identyfikację jego mocnych i słabych stron oraz porównywanie poziomu rozwoju rynków kredytów mieszkaniowych pomiędzy krajami i w różnych okresach.

2. FORMUŁA OPROCENTOWANIA KREDYTU A DOJRZAŁOŚĆ RYNKU KREDYTÓW MIESZKANIOWYCH

W badaniach nad stopniem dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych ważnym kryterium jest różnorodność oferty ze względu na warunki uzyskania kredytu, a zwłaszcza formuły oprocentowania. Jak dowodzą doświadczenia, choćby te współczesne w Polsce, formuła oprocentowania ma wpływ nie tylko na zdolność kredytobiorców do regulowania swoich zobowiązań kredytowych, ale także na ich stosunek do postanowień umownych, w zależności od zmian stóp procentowych i materializacji ryzyk związanych z zaciągniętym kredytem. Dlatego w określonych warunkach formuła oprocentowania może wpływać na bezpieczeństwo finansowe konsumentów, a nawet na stabilność instytucji kredytujących.

Z tego względu problematyce formuły oprocentowania poświęcono w niniejszym artykule relatywnie dużo miejsca. Wynika to z przyjętego podejścia badawczego, w którym jednym z wymiarów oceny dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych jest udział wartości nowo udzielonych kredytów z okresem stałości stopy procentowej dłuższym niż jeden rok w łącznej wartości nowej akcji kredytowej.

Konsument, podejmując decyzję o zaciągnięciu kredytu hipotecznego, musi rozważyć wiele czynników wpływających na koszt i terminową obsługę zadłużenia. Jednym z kluczowych aspektów jest wybór formy oprocentowania, czyli decyzja, czy kredyt będzie miał oprocentowanie stałe (ang. *fixed rate mortgage*, FRM) czy zmienne (ang. *adjustable rate mortgage*, ARM).

Europejska Federacja Hipoteczna (European Mortgage Federation, EMF) wyróżnia następujące kategorie i formuły oprocentowania kredytów (European Mortgage Federation 2024):

- oparte na stopie zmiennej (ang. *variable rate*) ze stałym początkowym okresem oprocentowania do jednego roku;
- krótkoterminowo stałe (ang. *short-term fixed*) ze stałym początkowym okresem oprocentowania między 1 a 5 lat;
- średnioterminowo stałe (ang. *medium-term fixed*) ze stałym początkowym okresem oprocentowania między 5 a 10 lat;
- długoterminowo stałe (ang. *long-term fixed*) ze stałym początkowym okresem oprocentowania powyżej 10 lat.

W przypadku kredytu o stałym oprocentowaniu (FRM) wysokość odsetek pozostaje niezmienna przez cały okres kredytowania, co zapewnia kredytobiorcy przewidywalność wysokości rat

i ochronę przed ryzykiem wzrostu stóp procentowych. Tego rodzaju rozwiązanie jest szczególnie korzystne dla osób preferujących stabilność finansową oraz w okresach niskich stóp procentowych. Jednak stałe oprocentowanie często oznacza wyższą początkową stopę procentową w porównaniu do kredytów o zmiennym oprocentowaniu. Jak zauważyli K. Ahn i in. (Ahn i inn., 2022), kredytobiorcy, którzy wybierali stałą stopę procentową (FRM), dokonywali o 12–23% wyższych płatności, aby uniknąć potencjalnych szoków płatności przy zmiennej stopie oprocentowania na poziomie 0,66–1,62%.

Natomiast w przypadku kredytu o zmiennym oprocentowaniu (ARM) wysokość odsetek jest uzależniona od poziomu wskaźnika referencyjnego (np. WIBOR, EURIBOR), który może zmieniać się w czasie (Albertazzi i in. 2019), wpływając na wysokość raty kredytowej. Taki rodzaj finansowania wiąże się z większym ryzykiem dla kredytobiorcy, ponieważ wzrost wskaźnika referencyjnego prowadzi do zwiększenia kosztów obsługi kredytu. Jednak w okresach niskich lub spadających stóp procentowych kredyty zmiennoprocentowe mogą oferować korzystniejsze warunki niż kredyty stałoprocentowe. W opinii E. Berlinger (Berlinger 2019) stała, jak i zmienna stopa oprocentowania wiąże się z ryzykiem. Wybór między kredytami ARM i FRM to wybór między ryzykiem przepływów pieniężnych a ryzykiem wartości bieżącej.

Na wielu rynkach, w tym w Polsce, dostępne są także kredyty hipoteczne o okresowo stałym oprocentowaniu, które stanowią kompromis między FRM a ARM. W takich przypadkach oprocentowanie ustalone jest na określony czas, np. 5–7 lat, po czym zostaje dostosowane do aktualnych warunków rynkowych zgodnie z obowiązującym wskaźnikiem referencyjnym. Takie rozwiązanie zapewnia pewien poziom stabilności w początkowym okresie kredytowania, a jednocześnie daje możliwość skorzystania z potencjalnych spadków stóp procentowych w przyszłości.

Wybór formuły oprocentowania przez konsumenta może być również determinowany kosztami związanymi z przedterminową spłatą zobowiązania. W przypadku kredytów o zmiennej stopie procentowej (ARM) ta kwestia ma zazwyczaj mniejsze znaczenie, ponieważ oprocentowanie kredytu dostosowuje się do aktualnych warunków rynkowych, a banki nie ponoszą istotnych strat związanych z wcześniejszą spłatą kapitału.

W przypadku kredytów o stałym oprocentowaniu (FRM) przedterminowa spłata może generować istotne konsekwencje finansowe zarówno dla kredytobiorcy, jak i kredytodawcy. Jak wskazuje P. Mielus (Mielus 2017), w sytuacji znacznych zmian stóp procentowych wartość kredytów o stałym oprocentowaniu może ulegać wyraźnym wahaniom. Gdy stopy procentowe spadają, kredytobiorcy często dążą do refinansowania swojego zobowiązania na bardziej korzystnych warunkach. Może to prowadzić do strat po stronie banków, które pierwotnie udzieliły kredytów po wyższym oprocentowaniu, ponieważ wcześniejsza spłata oznacza dla nich utratę części przyszłych przychodów odsetkowych.

Aby ograniczyć te straty i zniechęcić klientów do refinansowania kredytów w okresach spadających stóp procentowych, banki mogą stosować opłaty za przedterminową spłatę. Wysokość

takich opłat może być uzależniona od różnicy między oprocentowaniem pierwotnego kredytu a aktualnymi stopami rynkowymi, a także od okresu pozostającego do spłaty kredytu.

W wielu krajach stosuje się regulacje mające na celu ochronę konsumentów przed nadmiernymi kosztami wcześniejszej spłaty zobowiązania. Obejmują one zarówno określone zasady wyliczania tych opłat, jak i ograniczenia dotyczące ich maksymalnej wysokości (European Central Bank 2009, s. 27). W niektórych systemach prawnych wprowadzono również przepisy przewidujące stopniowe zmniejszanie wysokości prowizji w miarę upływu czasu trwania kredytu.

Analiza danych empirycznych dla krajów UE wskazuje na duże zróżnicowanie pomiędzy krajami w zakresie preferowanej formuły oprocentowania kredytów hipotecznych. Struktura rynku kredytowego pod tym względem w danym kraju wynika z wielu czynników, jak uwarunkowania makroekonomiczne, polityka monetarna banku centralnego, regulacje prawne, poziom inflacji oraz indywidualne preferencje konsumentów.

Badania Europejskiego Banku Centralnego (2009) oraz J. Y. Campbella (Campbell i in. 2013) wskazują, że w Europie istnieją wyraźne różnice w dominujących modelach kredytowania. W takich krajach jak: Belgia, Francja, Niemcy i Holandia dominują kredyty o stałej stopie procentowej (FRM), które zapewniają kredytobiorcom stabilność wysokości rat przez cały okres kredytowania. Popularność tych kredytów wynika m.in. z konserwatywnej polityki kredytowej banków, silnego nadzoru regulacyjnego oraz stabilnej polityki monetarnej, sprzyjającej długoterminowym zobowiązaniom o stałym oprocentowaniu.

Z kolei na takich rynkach jak: Austria, Grecja, Hiszpania, Portugalia i Włochy dominuje model kredytów o zmiennej stopie procentowej (ARM). Oznacza to, że konsumenci w tych krajach są bardziej skłonni do podejmowania ryzyka związanego z ewentualnymi zmianami stóp procentowych, które mogą zarówno obniżać, jak i podwyższać koszty kredytu w zależności od sytuacji makroekonomicznej.

Warto jednak zwrócić uwagę na zmienność wyborów konsumentów w poszczególnych krajach na przestrzeni lat (Badarınza i in. 2018, s. 2275–2288). Struktura rynku kredytowego pod względem formuły oprocentowania nie jest stała i podlega wpływowi dynamicznych zmian w otoczeniu gospodarczym. Istotne znaczenie mają wahania stóp procentowych, poziom inflacji, korelacja między bezrobociem a krótkoterminową stopą procentową, wiedza finansowa gospodarstw domowych (Albertazzi i in. 2019), zmiany w polityce pieniężnej banków centralnych oraz reformy regulacyjne wpływające na dostępność różnych form kredytowania. Dodatkowo, w czasach kryzysów gospodarczych lub okresów wysokiej niepewności finansowej, kredytobiorcy mogą skłaniać się ku kredytom o stałym oprocentowaniu, aby zminimalizować ryzyko wzrostu rat. Natomiast w okresach stabilnej lub malejącej inflacji mogą preferować kredyty zmiennoprocentowe, licząc na niższe koszty finansowania. U. Albertazzi i in. (Albertazzi i in. 2024) stwierdzili, że udział nowo udzielonych kredytów o stałym oprocentowaniu jest większy w przypadku gdy historyczna zmienność inflacji jest niższa.

W efekcie, struktura rynków kredytowych w Europie podlega ciągłym zmianom, odzwierciedlając aktualne trendy gospodarcze, cykle kredytowe, zmiany w polityce pieniężnej oraz indywidualne preferencje konsumentów. W czasach niepewności i wysokiej zmienności stóp procentowych konsumenci częściej skłaniają się ku kredytom o stałej stopie procentowej, natomiast w okresach niskich stóp procentowych większą popularnością cieszą się kredyty zmiennoprocentowe, które w krótkim okresie mogą oferować niższe koszty finansowania.

W literaturze przedmiotu są szeroko analizowane determinanty wyboru formy oprocentowania kredytów hipotecznych, uwzględniające zarówno czynniki podażowe (decyzje sektora bankowego), jak i popytowe (preferencje gospodarstw domowych). Decyzja kredytobiorców dotycząca wyboru kredytu o stałym (FRM) lub zmiennym (ARM) oprocentowaniu jest także wynikiem złożonej interakcji pomiędzy warunkami makroekonomicznymi, regulacjami rynkowymi oraz strategią banków w zakresie struktury kredytowania. Różnice w preferencjach kredytobiorców wynikają również z cech gospodarstw domowych, jak poziom dochodów, skłonność do ryzyka, poziom wiedzy finansowej konsumentów oraz horyzont czasowy podejmowanych zobowiązań. W krajach o wyższym poziomie świadomości finansowej kredytobiorców, stabilnej gospodarce i rozwiniętym rynku finansowym częściej spotyka się kredyty o stałej stopie procentowej. Natomiast w regionach, gdzie dominuje krótkoterminowe podejście do finansowania oraz większa elastyczność kosztów kredytu, bardziej popularne są kredyty zmiennoprocentowe.

Badania M. Ehrmanna i M. Ziegelmeyera (Ehrmann i Ziegelmeyer 2017) wskazują na uwarunkowania makroekonomiczne wpływające na popularność kredytów o zmiennym oprocentowaniu. Autorzy dowodzą, że kredyty zmiennoprocentowe są częściej wybierane w sytuacji, gdy:

- spread między długoterminowymi i krótkoterminowymi stopami procentowymi jest wysoki, co oznacza, że kredyty o stałej stopie mogą być początkowo znacznie droższe niż te o zmiennej stopie, czyniąc te drugie bardziej atrakcyjnymi dla kredytobiorców;
- wzrost gospodarczy jest silny, co zwiększa skłonność gospodarstw domowych do podejmowania większego ryzyka finansowego w zamian za potencjalnie niższe koszty kredytu w krótkim okresie;
- stopa bezrobocia wykazuje niską zmienność, co sprawia, że gospodarstwa domowe są bardziej skłonne do akceptowania niepewności związanej z potencjalnymi przyszłymi wzrostami rat kredytowych.

Literatura przedmiotu podkreśla także istotny wpływ polityki pieniężnej banku centralnego na wybór formy oprocentowania kredytów hipotecznych, zarówno stałego, jak i zmiennego. Bank centralny, poprzez kontrolowanie poziomu stóp procentowych, wpływa bezpośrednio na oprocentowanie kredytów, a zmiany w polityce pieniężnej mogą skłonić konsumentów do podejmowania decyzji o wyborze jednej z tych form oprocentowania, zależnie od aktualnych warunków gospodarczych.

W literaturze wskazuje się, że wyższy udział kredytów zmiennoprocentowych w gospodarce sprawia, że transmisja polityki pieniężnej jest silniejsza (Mishkin 2007). Wynika to z faktu, że

wzrost rat kredytów hipotecznych w przypadku kredytów o zmiennej stopie procentowej zmniejsza dochód rozporządzalny kredytobiorców, co może obniżyć ich popyt konsumpcyjny, a tym samym inflację. Ten pogląd nie jest jednak jednoznaczny. Badania F. Altunok i in. (Altunok i in. 2023) wskazują, że o ile wzrost rat kredytowych jest niekorzystny dla kredytobiorców, to jednak oznacza wyższe dochody odsetkowe dla banków. Z tego też względu, w warunkach zaostrzania polityki pieniężnej, banki z wyższym udziałem kredytów ze zmienną stopą mają korzystne perspektywy w zakresie dochodów odsetkowych, co może przekładać się na wyższą podaż tego typu kredytów w większym stopniu niż banki z niższym udziałem stopy zmiennej. Wówczas ten kanał kredytowy będzie tłumić skutki zmian stóp procentowych, co oznacza mniej skuteczną politykę pieniężną. Podobny kierunek wskazują badania F. Core i in. (Core 2025). Dowodzą, że skuteczność dezinflacji zależy nie tylko od skali, o jaką banki centralne podnoszą stopy procentowe, ale także od sposobu, w jaki te zmiany stóp wpływają na zachowania przedsiębiorstw. Mechanizm transmisji monetarnej obejmuje bowiem oparty na kosztach kanał podaży: wyższe stopy procentowe prowadzą do wzrostu cen w niektórych firmach, a nie do ich spadku.

Z punktu widzenia kredytobiorcy, gdy bank centralny podnosi stopy procentowe w celu walki z inflacją lub schładzania koniunktury gospodarczej, oprocentowanie kredytów zmiennoprocentowych zazwyczaj również wzrasta. W takim przypadku konsumenci mogą preferować kredyty o stałej stopie procentowej, aby zabezpieczyć się przed wzrostem kosztów kredytu w przyszłości. Kredyty stałoprocentowe oferują stabilność poziomu kosztów kredytu przez cały okres kredytowania, co jest szczególnie istotne w okresie niepewności gospodarczej, gdy zmiany w polityce pieniężnej mogą być trudne do przewidzenia.

Z kolei w sytuacji obniżania stóp procentowych przez bank centralny, oprocentowanie kredytów zmiennoprocentowych spada, co sprawia, że stają się one bardziej atrakcyjne dla kredytobiorców. Spadające stopy procentowe mogą skłonić konsumentów do wyboru kredytów zmiennoprocentowych, ponieważ oferują one niższe koszty kredytowania w krótkim okresie. W takich warunkach kredytobiorcy liczą na dalsze obniżki stóp procentowych, co sprawia, że kredyty zmiennoprocentowe stają się bardziej opłacalne.

Dodatkowo, decyzje konsumentów o wyborze formy oprocentowania często opierają się na ich oczekiwaniach co do przyszłych zmian stóp procentowych. Jeśli przewidują oni, że bank centralny będzie kontynuował podwyżki stóp procentowych, mogą skłaniać się ku kredytom o stałej stopie procentowej, aby „zamrozić” oprocentowanie na korzystnym poziomie. Z kolei w przypadku prognoz o utrzymującym się niskim poziomie stóp procentowych lub ich dalszym spadku kredyty zmiennoprocentowe mogą być postrzegane jako korzystniejsza opcja.

Powyższe wyniki badań wskazują, że wybór formy oprocentowania kredytów hipotecznych nie jest jedynie kwestią indywidualnych preferencji kredytobiorców, lecz jest silnie uzależniony od warunków makroekonomicznych, struktury rynku finansowego oraz polityki banków i regulatorów. Dynamika tego wyboru zmienia się w zależności od otoczenia gospodarczego, co sprawia, że w różnych okresach dominują różne modele kredytowania.

Determinanty wyboru formy oprocentowania kredytów hipotecznych po stronie podaży wynikają przede wszystkim z decyzji banków dotyczących struktury finansowania, zarządzania ryzykiem, charakterystyki bilansu banku, konkurencji oraz dostosowania do warunków regulacyjnych i makroekonomicznych (Sørensen, Lichtenberger 2007). Banki, jako instytucje finansowe, muszą balansować między swoją rentownością a atrakcyjnością oferty dla klientów, co prowadzi do różnic w dostępności kredytów o stałym i zmiennym oprocentowaniu.

Jednym z kluczowych czynników wpływających na strategię banków jest koszt pozyskania kapitału. Jeśli banki finansują kredyty głównie za pomocą krótkoterminowych depozytów, wówczas chętniej udzielają kredytów o zmiennej stopie procentowej, ponieważ pozwala im to na lepsze dopasowanie kosztów i przychodów. W przypadku, gdy instytucje finansowe mogą pozyskiwać długoterminowe środki, np. poprzez emisję obligacji zabezpieczonych hipotekami lub sekurytyzację kredytów, oferta kredytów stałoprocentowych staje się bardziej konkurencyjna.

Banki muszą również brać pod uwagę ryzyko stopy procentowej. Kredyty o stałej stopie wiążą się z większą ekspozycją na zmiany rynkowe, ponieważ bank nie może w trakcie trwania umowy dostosować oprocentowania do warunków panujących na rynku. Wzrost stóp procentowych może prowadzić do sytuacji, w której koszt finansowania przewyższa zyski z udzielonych kredytów, co zagraża stabilności banku. Aby zabezpieczyć się przed tym ryzykiem, banki stosują różne strategie, jak wykorzystanie instrumentów pochodnych, co generuje dodatkowe koszty. W konsekwencji w okresach wysokiej niepewności banki mogą ograniczać ofertę kredytów stałoprocentowych lub stosować wyższe marże, aby zrekompensować sobie potencjalne straty.

Badania U. Albertazzi i in. (Albertazzi i in. 2019) wskazują na dominującą rolę czynników popytowych, które tłumaczą aż 72% całkowitej zmienności w udziale kredytów o stałym oprocentowaniu w całkowitej wartości kredytów hipotecznych w badanych krajach.

Autorzy zwracają jednak uwagę na niejednorodność czynników popytowych w wyborze formuły oprocentowania, które z reguły powiązane są z innymi czynnikami. Wskazują, że udział nowych kredytów o stałej stopie procentowej jest większy w sytuacji, gdy:

- historyczna zmienność inflacji jest niska, co skłania kredytobiorców do poszukiwania stabilnych rozwiązań finansowych;
- występuje wysoka korelacja między bezrobociem a krótkoterminową stopą procentową, co zwiększa postrzegane ryzyko nagłych zmian kosztu kredytu o zmiennej stopie;
- poziom wiedzy finansowej gospodarstw domowych jest niski, co może skutkować preferowaniem kredytów stałoprocentowych jako bardziej przewidywalnych i mniej skomplikowanych produktów finansowych;
- obowiązują regulacje umożliwiające wykorzystanie kredytów hipotecznych do zabezpieczania instrumentów finansowania bankowego, jak obligacje zabezpieczone (*covered bonds*) i papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką (MBS – *mortgage-backed securities*), co sprzyja dostępności kredytów stałoprocentowych w ofercie banków.

Wybór formy oprocentowania kredytu hipotecznego przez konsumentów jest determinowany przez różnorodne czynniki, które można podzielić na dwie główne grupy: czynniki związane z ceną produktu hipotecznego oraz te związane z cechami kredytobiorcy.

Pierwsza grupa czynników odnosi się bezpośrednio do kosztu kredytu hipotecznego. Konsumentom, decydując się na wybór kredytu, analizują przede wszystkim różnicę w oprocentowaniu kredytów stałoprocentowych i zmiennoprocentowych, a także przewidywania co do przyszłych zmian poziomu stóp procentowych. Badania M. Paiella i A. F. Pozzolo (2007) pokazują, że na rynkach, gdzie występują wyższe stopy procentowe, kredytobiorcy wykazują skłonność do preferowania kredytów o zmiennej stopie procentowej. Dzieje się tak, ponieważ konsumenci przewidują, że w przyszłości stopy procentowe mogą spadać, co obniży koszty kredytu hipotecznego i przywróci je do średnich poziomów historycznych. Z kolei w okresach, gdy istnieją wysokie oczekiwania co do wzrostu stóp procentowych, konsumenci są bardziej skłonni wybierać kredyty o stałej stopie procentowej, ponieważ stabilność oprocentowania daje im poczucie bezpieczeństwa w obliczu rosnących kosztów kredytu w przyszłości.

Na znaczenie czynników cenowych przy wyborze formy oprocentowania kredytów zwraca uwagę także J. Vickery (2007). Autor, badając wpływ zmian oprocentowania kredytów hipotecznych na wybory konsumentów, dowodzi, że wzrost oprocentowania kredytu stałoprocentowego o zaledwie 20 punktów bazowych (0,2 pkt. %) prowadzi do spadku udziału w rynku tego typu kredytu o 17 punktów procentowych. Oznacza to, że konsumenci są wrażliwi na zmiany w poziomie oprocentowania, a wyższe oprocentowanie kredytu stałoprocentowego skutkuje większą popularnością kredytów zmiennoprocentowych, które mogą wydawać się bardziej atrakcyjne w obliczu wyższych kosztów kredytu stałoprocentowego.

Czynniki związane z cechami kredytobiorców odgrywają także kluczową rolę w procesie podejmowania decyzji o wyborze formy oprocentowania kredytu hipotecznego. Poziom dochódów, wykształcenie, wiedza finansowa, wiek, skłonność do ryzyka, a także wskaźniki zadłużenia w relacji do wartości nieruchomości oraz dochodu, wpływają na preferencje konsumentów w zakresie wyboru między kredytem stałoprocentowym a zmiennoprocentowym.

Gospodarstwa domowe o wysokich dochodach i znacznych oszczędnościach częściej wybierają kredyty o zmiennym oprocentowaniu, ponieważ dysponują większą elastycznością finansową i są w stanie poradzić sobie z ewentualnym wzrostem raty kredytowej. Jak wskazują badania E. Fortowsky i in. (2011) oraz J.R. Bruecknera i J.R. Follaina (1988), kredytobiorcy z większymi rezerwami finansowymi mogą świadomie podejmować ryzyko związane ze zmiennością stóp procentowych, licząc na potencjalne korzyści wynikające z niższych kosztów kredytu w długim okresie. Z kolei osoby o niższych dochodach, a także te o ograniczonej wiedzy finansowej, częściej wybierają kredyty o stałej stopie procentowej, aby uniknąć ryzyka nieoczekiwanego wzrostu raty i potencjalnych trudności w spłacie zobowiązania. Badania B. Bucks i K. Pence (2008) dowodzą, że gospodarstwa domowe o niższych dochodach oraz niższym poziomie wy-

kształcenia wykazują większą wrażliwość na zmiany stóp procentowych i częściej doświadczają trudności finansowych w przypadku wzrostu kosztów kredytu.

Generalnie, analiza porównawcza rynków pokazuje, że wraz z dojrzewaniem systemów finansowych rośnie udział kredytów o stałej stopie procentowej. Ich dominacja jest efektem nie tylko preferencji konsumentów poszukujących stabilności, ale przede wszystkim zdolności rynku do przenoszenia i rozkładania ryzyka w długim horyzoncie. Wskazuje to na wysoki stopień rozwoju infrastruktury finansowej (m.in. rynku listów zastawnych i instrumentów pochodnych) oraz na stabilne otoczenie instytucjonalne, które pozwala bankom oferować produkty o przewidywalnym koszcie finansowania. Przewaga kredytów o stałej stopie jest nie tylko praktycznym rozwiązaniem dla kredytobiorców, lecz także symptomem dojrzałości rynku – świadectwem jego zdolności do zapewnienia stabilności i efektywnej alokacji ryzyka w skali całego systemu finansowego.

3. METODA BADAWCZA

Ocena dojrzałości europejskich rynków kredytów mieszkaniowych wymagała ustalenia kryteriów składających się na to pojęcie. Dobór kryteriów wynikał z przesłanek teoretycznych, dostępności porównywalnych danych oraz autorskiego podejścia badawczego. Przyjęta na potrzeby badania koncepcja dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych obejmowała kryteria bezpośrednio opisujące stopień rozwoju rynku, jak również czynniki warunkujące jego dojrzałość, jak skala obciążenia gospodarstw domowych kosztami mieszkaniowymi czy świadomość i kompetencje konsumentów. Dojrzałość rynku może być ujmowana w badaniach dwojako, a mianowicie w ujęciu statycznym albo dynamicznym. Ujęcie statyczne polega na ocenie stopnia dojrzałości w określonym momencie czasu, co umożliwia przeprowadzanie porównań pomiędzy krajami. Ujęcie dynamiczne traktuje natomiast dojrzałość jako proces ewolucyjny i koncentruje się na identyfikacji kolejnych etapów (faz) rozwoju rynku oraz mechanizmów przejścia między nimi, z uwzględnieniem zmian instytucjonalnych, technologicznych, regulacyjnych i makroekonomicznych. W niniejszym badaniu przyjęto podejście statyczne. Przedstawione w artykule wyniki badań należy więc traktować jako etap wstępny w kierunku budowy kompleksowego modelu rozwoju rynku opartego na fazach dojrzałości.

Pierwszym kryterium oceny dojrzałości rynku była wielkość i penetracja rynku kredytów mieszkaniowych, określana w artykule jak głębokość rynku. Kryterium to opisano za pomocą wskaźników obrazujących wartość zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych w relacji do PKB oraz do dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych. Wskaźniki tego typu są powszechnie wykorzystywane w porównaniach międzynarodowych. Pozwalają one porównywać wielkość rynków kredytów mieszkaniowych oraz ich znaczenie w gospodarce. Jednocześnie wysokie wartości tych wskaźników nie zawsze odzwierciedlają wyższy poziom dojrzałości rynku w ujęciu jakościowym, gdyż mogą być konsekwencją nadmiernego zadłużenia gospodarstw domowych lub wynikać z wcześniejszego boomu kredytowego. Z zastrzeżeniem tego ograniczenia,

na potrzeby badań porównawczych przyjęto, że wyższe wartości tych wskaźników oznaczają większą dojrzałość rynku i są traktowane jako stymulanty.

Drugim kryterium oceny dojrzałości była struktura finansowania kredytów hipotecznych i powiązanie tego finansowania z rynkiem kapitałowym. Kryterium to dotyczy źródeł i jakości finansowania. Do pomiaru tego aspektu dojrzałości wykorzystano wskaźnik obrazujący wartość listów zastawnych w obiegu w relacji do PKB. W dojrzałych systemach listy zastawne stanowią istotny instrument refinansowania kredytów mieszkaniowych, sprzyjając stabilności finansowej oraz rozwojowi rynków kapitałowych (Borkó i in. 2024). Opieranie rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych wyłącznie na finansowaniu opartym na depozytach powinno być z punktu widzenia dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych interpretowane negatywnie, nawet jeśli depozyty charakteryzują się wysoką stabilnością i lepkością (*sticky*).

Można wskazać dwa istotne argumenty uzasadniające włączenie wskaźnika listów zastawnych do PKB do zbioru cech diagnostycznych opisujących dojrzałość rynku. Po pierwsze, wyższa wartość listów zastawnych w obiegu do PKB świadczy o lepiej rozwiniętym rynku kapitałowym, który umożliwia bankom pozyskiwanie długoterminowego i bardziej stabilnego finansowania. Ogranicza to zależność instytucji kredytowych od krótkoterminowych źródeł finansowania oraz zmniejsza ryzyko niedopasowania terminów zapadalności aktywów i pasywów. Dzięki temu możliwe jest oferowanie kredytów hipotecznych o dłuższym okresie stałej stopy procentowej, co zmniejsza wrażliwość kredytobiorców na zmiany stóp procentowych. Kraje charakteryzujące się wysokim udziałem listów zastawnych do PKB częściej oferują kredyty hipoteczne o stałej stopie procentowej, ponieważ banki dysponują długoterminowym finansowaniem o przewidywalnych kosztach. Na rynkach mniej rozwiniętych, gdzie finansowanie pochodzi głównie z depozytów, większe znaczenie mogą mieć kredyty o zmiennej stopie procentowej, co stwarza ryzyko dla kredytobiorców w przypadku wzrostu stóp procentowych. W konsekwencji wskaźnik wartości listów zastawnych w relacji do PKB stanowi istotny element oceny dojrzałości rynku kredytów hipotecznych. Po drugie, dojrzałość rynku oznacza także większą dywersyfikację źródeł finansowania. Wyższy wskaźnik listów zastawnych w relacji do PKB oznacza, że banki stosują bardziej zrównoważone (zdywersyfikowane) strategie finansowania, lepiej dopasowane do specyfiki kredytu mieszkaniowego.

Trzecim kryterium oceny dojrzałości były warunki cenowe i konkurencja. Do opisu tego kryterium wykorzystano dwa wskaźniki: średnie oprocentowanie nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych oraz odchylenie standardowe oprocentowania, służące do oceny stabilności warunków cenowych i przewidywalności kosztu obsługi zobowiązania. Przyjęto, że bardziej dojrzałe rynki charakteryzują się nie tylko niższym poziomem oprocentowania, ale również jego większą stabilnością. Na potrzeby badania obliczono odchylenie standardowe oprocentowania kredytów mieszkaniowych w ciągu piętnastu lat (2010–2024). Za wskaźnik oprocentowania przyjęto reprezentatywne stopy procentowe nowych kredytów mieszkaniowych (średnia roczna na podstawie danych miesięcznych, w %).

Czwartym kryterium oceny dojrzałości było nasycenie rynku kredytów mieszkaniowych. Do jego pomiaru wykorzystano wskaźnik wartości kredytów mieszkaniowych *per capita*. Wysoka wartość tego wskaźnika może wskazywać, że zaufanie gospodarstw domowych do kredytu hipotecznego jest wysokie, co może pośrednio świadczyć o dojrzałości kultury finansowej społeczeństwa.

Piątym kryterium oceny dojrzałości rynku była świadomość i kompetencje konsumentów. Kryterium to determinuje sposób korzystania z dostępnych produktów finansowych, zdolność oceny ryzyka oraz umiejętność wyboru odpowiednich rozwiązań kredytowych. Ponieważ świadomość konsumencka nie jest bezpośrednio obserwowalna ani łatwo mierzalna, zastosowano wskaźnik pośredni (*proxy*), odnoszący się do poziomu wiedzy finansowej konsumentów w badanych krajach. Do tego celu wykorzystano badania prowadzone cyklicznie przez Komisję Europejską. Jako miernik *proxy* przyjęto odsetek respondentów, którzy poprawnie odpowiedzieli na co najmniej cztery z pięciu standardowych pytań testujących podstawową wiedzę finansową, obejmujących m.in. rozumienie oprocentowania, inflacji, ryzyka oraz dywersyfikacji. Tego rodzaju miara jest szeroko wykorzystywana w badaniach międzynarodowych (np. OECD, World Bank, Standard & Poor's Global Financial Literacy Survey), ponieważ pozwala w sposób porównywalny i wystandaryzowany uchwycić stopień przygotowania gospodarstw domowych do podejmowania decyzji finansowych.

Szóstym kryterium oceny dojrzałości rynku była skala obciążenia gospodarstw domowych kosztami mieszkaniowymi. W tym celu zastosowano wskaźnik nadmiernego obciążenia kosztami mieszkaniowymi, definiowany jako odsetek ludności żyjącej w gospodarstwach domowych, w których całkowite koszty mieszkaniowe przekraczają 40% dochodu do dyspozycji. Wskaźnik ten jest istotny z perspektywy dojrzałości rynku, ponieważ odzwierciedla stopień dopasowania kosztów zamieszkiwania oraz warunków finansowania do możliwości dochodowych gospodarstw domowych, a tym samym pośrednio wskazuje na realną dostępność kredytu hipotecznego. Niskie wartości wskaźnika oznaczają większą zdolność gospodarstw domowych do terminowej obsługi zobowiązań, akumulacji wkładu własnego i utrzymania zdolności kredytowej, co sprzyja stabilnemu funkcjonowaniu rynku kredytów mieszkaniowych. Z kolei wysokie wartości sygnalizują podwyższoną wrażliwość gospodarstw domowych na szoki dochodowe i wzrost stóp procentowych, zwiększając ryzyko opóźnień w spłacie oraz pogorszenia jakości portfela kredytów hipotecznych. Z tego względu wskaźnik należy traktować jako destymulantę.

Siódmym kryterium zastosowanym w badaniach nad dojrzałością rynków kredytów mieszkaniowych w Europie było kryterium określające rolę kredytów o stałym oprocentowaniu na rynku. W badaniach przyjęto bowiem założenie, że rynek dojrzały charakteryzuje się większym udziałem kredytów o stałym oprocentowaniu w wolumenie ogólnym i w nowej akcji kredytowej. Uzasadnieniem takiego podejścia są wyniki badań wskazujące, że większy udział kredytów o stałej stopie procentowej ogranicza wrażliwość gospodarstw domowych na szoki stóp procentowych, stabilizuje strumień obsługi zadłużenia w cyklu koniunkturalnym oraz zmniejsza prawdopodobieństwo gwałtownego wzrostu obciążeń dłużników w warunkach zacieśnienia

polityki pieniężnej. W celu empirycznego ujęcia tego kryterium zastosowano wskaźnik udziału kredytów mieszkaniowych z okresem stałości stopy procentowej dłuższym niż jeden rok wartości nowo udzielonych kredytów. Miernik ten pozwala uchwycić bieżącą strukturę kontraktową nowej akcji kredytowej.

Ostatecznie do przeprowadzenia wielowymiarowej analizy porównawczej wybrano dziewięć cech diagnostycznych (CD), które wraz z formułami ich obliczania interpretacją z podziałem na stymulanty i destymulanty przedstawiono w tabeli 2. Do badań wykorzystano dane statystyczne HYPOSTAT oraz Komisji Europejskiej.

Tabela 2. Wskaźniki diagnostyczne wybrane do oceny dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w UE

Kryterium	Wskaźnik	Formuła liczenia	Interpretacja cechy diagnostycznej	Źródło danych statystycznych
Wielkość i penetracja ryнку (głębokość ryнку)	Kredyty mieszkaniowe do PKB (CD1)	Wartość zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych pozostającego do spłaty (w mln euro) do PKB	Stymulanta	Dane HYPOSTAT; dane za 2024 r.
	Kredyty mieszkaniowe do dochodu rozporządzalnego (CD2)	Wartość kredytów mieszkaniowych do dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych	Stymulanta	Dane HYPOSTAT; dane za 2024 r.
Źródła i jakość finansowania	Listy zastawne w obiegu do PKB w % (CD3)	Wartość listów zastawnych w obiegu do PKB	Stymulanta	Dane HYPOSTAT; dane za 2024 r.
Warunki cenowe i konkurencja	Średnie oprocentowanie nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych (CD4)	Reprezentatywna stopa procentowa nowych kredytów mieszkaniowych (średnia roczna na podstawie danych miesięcznych, w %)	Destymulanta	Dane HYPOSTAT; dane za 2024 r.
	Odchylenie standardowe oprocentowania nowych kredytów (CD5)	Odchylenie standardowe reprezentatywnych stóp procentowych nowych kredytów mieszkaniowych (średnia roczna na podstawie danych miesięcznych, w %)	Destymulanta	Dane HYPOSTAT; odchylenie standardowe obliczono na danych rocznych z okresu 2010–2024

Tabela 2. cd.

Kryterium	Wskaźnik	Formuła liczenia	Interpretacja cechy diagnostycznej	Źródło danych statystycznych
Nasycenie rynku	Kredyty mieszkaniowe (wartość <i>per capita</i> (CD6)	Wartość portfela kredytów mieszkaniowych przypadająca na 1 mieszkańca	Stymulanta	Dane HYPO-STAT; dane za 2024 r.
Świadomość i kompetencje konsumentów	Wiedza finansowa (CD7)	Procent respondentów, którzy odpowiedzieli poprawnie na 4 z 5 pytań sprawdzających wiedzę finansową	Stymulanta	Komisja Europejska; 2023 Badanie przeprowadzono w okresie marzec–kwiecień 2023 r.
Dostępność i obciążenie kosztami mieszkaniowymi	Wskaźnik nadmiernego obciążenia kosztami mieszkaniowymi (CD8)	Odsetek ludności mieszkającej w gospodarstwach domowych, w których całkowite koszty mieszkaniowe (po odliczeniu dodatków mieszkaniowych) przekraczają 40% dochodu do dyspozycji (również po odliczeniu dodatków mieszkaniowych).	Destymulanta	Komisja Europejska/Eurostat; dane za 2024 r.
Rola stałego oprocentowania	Wskaźnik udziału kredytów mieszkaniowych z okresem stałości stopy procentowej dłuższym niż 1 rok w nowej akcji kredytowej	Udział wartości nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych o stałej stopie procentowej (tj. z okresem stałości stopy dłuższym niż 1 rok) w łącznej wartości nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w danym roku, wyrażony w procentach.	Stymulanta	Dane HYPO-STAT; dane za 2024 r.

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione powyżej kryteria i wskaźniki posłużyły do oceny stopnia dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w 19 krajach UE według stanu na koniec 2024 r. Selekcja krajów była spowodowana brakiem kompletu danych. Kraje objęte analizą stanowią trzon europejskiego rynku kredytów mieszkaniowych, natomiast kraje wykluczone z badania charakteryzują się marginalnym udziałem w europejskim rynku kredytów mieszkaniowych.

Ocena stopnia dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w krajach Unii Europejskiej wymagała zastosowania narzędzia pozwalającego na uchwycenie wieloaspektowego charakteru tego zjawiska. Dojrzałość rynku nie sprowadza się bowiem wyłącznie do pojedynczego wymiaru, ale odzwierciedla współwystępowanie większej liczby elementów (kryteriów, wskaźników), co czyni ją kategorią bezpośrednio nieobserwowalną. Z tego względu przyjęto podejście oparte na metodach wielowymiarowej analizy porównawczej². Pozwala to na agregację i przekształcenie wielu różnorodnych wskaźników cząstkowych w jeden spójny, syntetyczny miernik umożliwiający porównania między krajami. W literaturze podkreśla się, że: „podstawowym celem wielowymiarowej analizy porównawczej jest konstrukcja miary syntetycznej umożliwiającej porównywanie elementów zbioru (obiektów) opisanych za pomocą wielu zmiennych (cech)” (Bąk 2013). „Do osiągnięcia tego celu wykorzystuje się często metody porządkowania liniowego” (Bąk 2013).

Badanie dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w UE oparto na uznanej metodzie TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) (Tzeng, Huang 2011). Autarami metody są C. L. Hwang i K. Yoon, którzy przedstawili ją w 1981 r. Pierwotnie metoda została zaprojektowana jako narzędzie wspomagające proces podejmowania decyzji w procesach ocenianych wielokryterialnie (Kisielińska, Borkowski 2022). Metoda TOPSIS jest coraz częściej wykorzystywana w badaniach porównawczych (Bulgurcu 2012). Oryginalną procedurę TOPSIS (Dworniczak 2012) dostosowano do potrzeb badania dojrzałości rynków kredytów hipotecznych. Na procedurę analityczną złożyło się sześć etapów:

- 1) Konstrukcja macierzy – zestawienie krajów i wskaźników służących do oceny dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych.
- 2) Normalizacja danych – sprowadzenie wartości wskaźników do wspólnej skali, aby były porównywalne.
- 3) Wyznaczenie rozwiązania idealnego i antyidealnego – najlepsze i najgorsze wartości dla każdego wskaźnika.
- 4) Obliczenie odległości obiektów od obu rozwiązań.
- 5) Wyznaczenie współczynnika bliskości – im bliżej wartości 1, tym obiekt jest wyżej oceniany pod względem dojrzałości.
- 6) Ranking obiektów – uporządkowanie od najlepszego do najgorszego.

W efekcie zastosowania procedury TOPSIS uzyskano wskaźnik syntetyczny (SWD – syntetyczny wskaźnik dojrzałości), który umożliwił uporządkowanie krajów ze względu na poziom dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych.

Wartość SWD dla danego kraju, interpretowana jako względna bliskość do rozwiązania idealnego, jest naturalną konsekwencją doboru do analizy cech diagnostycznych oraz metody TOPSIS. Tym samym zmiana zbioru badanych krajów lub cech diagnostycznych może wpłynąć na wyniki

² Zastosowanie znajduje również określenie statystyczna analiza wielowymiarowa (Gatnar, Walesiak 2004).

obliczeń i uporządkowanie liniowe podmiotów. W wyniku zastosowania metody TOPSIS uzyskano ranking krajów UE pod względem dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych.

W analizie nie zastosowano wag dla poszczególnych wskaźników, przyjmując ich równoważne znaczenie w ocenie dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych. Decyzja ta wynikała z faktu, że literatura przedmiotu nie dostarcza jednoznacznych podstaw do hierarchizacji znaczenia poszczególnych aspektów dojrzałości rynku. Wprowadzenie wag w takich warunkach mogłoby zwiększać arbitralność procedury oceny i negatywnie wpłynąć na wyniki porównań między krajami.

Do normowania zmiennych zastosowano formuły unitaryzacji zerowanej (Kukuła 2000). „Normowanie cech ma za zadanie umożliwienie realizacji szeroko zakrojonych badań porównawczych obiektów ze względu na poziom wielu zmiennych (cech) przyjętych jako kryteria oceny rozpatrywanego zjawiska złożonego” (Kukuła 1999). Do unormowania stymulant i destymulant zastosowano następujące wzory (Kukuła 2000). W przypadku destymulant zastosowano procedurę unitaryzacji zerowanej, zgodnie z którą cechy o niepożądanym kierunku preferencji przekształcono do postaci stymulant i jednocześnie znormalizowano zgodnie z poniższą formułą (Kukuła 2000):

$$z_{ij} = \frac{\max(x_j) - x_{ij}}{\max(x_j) - \min(x_j)},$$

gdzie: x_{ij} oznacza wartość j -tej cechy dla i -tego kraju, natomiast $\min(x_j)$ i $\max(x_j)$ są odpowiednio wartościami minimalną i maksymalną tej cechy w zbiorze badanych krajów UE. W wyniku transformacji uzyskano zmienne w przedziale $[0,1]$, przy czym wyższe wartości oznaczają korzystniejszą ocenę w danym kryterium. W przypadku stymulant przeprowadzono normalizację metodą unitaryzacji zerowanej zgodnie z formułą:

$$z_{ij} = \frac{x_{ij} - \min(x_j)}{\max(x_j) - \min(x_j)},$$

W rezultacie unitaryzacji zerowanej uzyskano znormalizowaną macierz decyzyjną wykorzystywaną w kolejnych etapach metody TOPSIS.

W kolejnym etapie określono parametry wzorców, a następnie obliczono odległość obiektu – rynku kredytów mieszkaniowych w kraju X należącym do UE, od wzorca pozytywnego i negatywnego. Jako miernik odległości przyjęto odległość euklidesową. Ostatecznie dla rynku w kraju X obliczono SWD jako iloraz odległości rynku X od antywzorca (wzorca negatywnego) do sumy odległości rynku X od wzorca pozytywnego i negatywnego, który zawiera się w przedziale od 0 do 1. Wartość „1” charakteryzuje rynek dojrzały – bliski modelowi idealnemu. Natomiast wartość „0” charakteryzuje rynek najmniej dojrzały.

Za wyborem do badań metody TOPSIS przemawia kilka argumentów. Metoda TOPSIS umożliwia jednoczesne uwzględnienie większej liczby kryteriów, niezależnie od ich skali oraz kierunku oddziaływania, co zwiększa obiektywność klasyfikacji i ogranicza arbitralność w doborze wag poszczególnych cech. Ponadto pozwala na precyzyjne określenie odległości każdego

rynku względem najlepszego oraz najgorszego rozwiązania, co ułatwia konstrukcję rankingów oraz identyfikację rynków o zbliżonym stopniu dojrzałości. W metodzie TOPSIS rynek kredytów mieszkaniowych w badanych krajach UE jest oceniany w odniesieniu do dwóch punktów referencyjnych, które stanowią podstawę oceny, tj. rozwiązania idealnego, reprezentującego hipotetyczny stan, w którym wszystkie analizowane wskaźniki osiągają najbardziej pożądane wartości, oraz antywzorca, stanowiącego przeciwieństwo rozwiązania idealnego. Właściwość ta odróżnia metodę TOPSIS od powszechnie stosowanej w polskich badaniach metody Hellwiga (Hellwig 1968), w której syntetyczna ocena opiera się na relacji obiektu do pozytywnego wzorca rozwoju. Z tego względu TOPSIS jest szczególnie przydatnym narzędziem do porównań wielokryterialnych i konstrukcji rankingów rynków o zbliżonym stopniu dojrzałości.

Omawiana metoda należy do klasy metod porządkowania liniowego, umożliwiających uszeregowanie analizowanych obiektów (np. rynków kredytów mieszkaniowych) na jednowymiarowej skali, z jednoznaczną interpretacją choć pierwotnie była to metoda wspomagająca podejmowanie decyzji wielokryterialnych (Hwang, Yoon 1981). Do głównych zalet metod porządkowania liniowego zalicza się prostotę interpretacyjną i łatwość porównań między obiektami. Podejście to wiąże się jednak z określonymi ograniczeniami. Metody te zakładają bowiem linearyzację wielowymiarowej przestrzeni cech, co umożliwia konstrukcję jednoznacznego rankingu, ale jednocześnie prowadzi do utraty informacji o nieliniowych zależnościach między wskaźnikami oraz do pominięcia efektów progowych i specyficznych interakcji między kryteriami.

Podsumowując, podejście oparte na metodzie TOPSIS stanowi użyteczne rozwiązanie, choć niepozbawione ograniczeń, gdyż z jednej strony pozwala na kompleksową ocenę dojrzałości rynków kredytów hipotecznych, uwzględniając ich wielowymiarowy charakter, ale z drugiej strony istnieje zależność wyników od sposobu normalizacji czy ustalenia wag dla poszczególnych wskaźników.

4. CHARAKTERYSTYKA WYNIKÓW BADAŃ

W pierwszym etapie analiz po wyborze 19 krajów UE było opracowanie macierzy zmiennych służących do oceny dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych. Wartości wskaźników uwzględnionych w badaniu przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Wartości wskaźników diagnostycznych dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych w 19 krajach UE

Kraj	CD1	CD2	CD3	CD4	CD5	CD6	CD7	CD8	CD9
Austria	27,0	42,5	19,8	3,89	0,80	14 194	28	6,3	76,9
Belgia	52,8	89,7	9,1	3,41	0,86	27 418	30	6,7	92,9
Cypr	25,3	43,5	1,9	4,70	1,24	8 783	19	2,4	48,4

Tabela 3. cd.

Kraj	CD1	CD2	CD3	CD4	CD5	CD6	CD7	CD8	CD9
Czechy	21,4	40,6	4,7	5,16	1,27	6 271	25	9,2	93,2
Dania	70,2	150,0	109,8	4,73	1,30	46 750	40	14,6	61,3
Finlandia	38,3	65,6	17,9	3,99	1,13	18 873	40	5,4	3,8
Francja	43,9	68,0	12,9	3,41	0,97	18 741	25	7,0	96,0
Grecja	11,4	17,5	4,1	4,06	0,55	2 595	19	28,9	70,4
Hiszpania	29,8	49,0	11,7	3,35	0,72	9 759	19	7,8	87,7
Holandia	78,5	159,9	19,7	3,93	1,01	49 609	43	6,9	84,3
Irlandia	15,5	52,1	2,4	4,04	0,38	15 419	31	4,5	69,5
Niemcy	43,9	71,2	6,9	3,80	0,97	22 665	32	12,0	88,2
Polska	13,7	23,4	0,4	7,65	1,70	3 169	20	5,2	78,1
Portugalia	36,5	55,9	13,9	3,67	1,11	9 785	16	6,9	78,0
Rumunia	6,3	12,4	0,0	6,44	1,01	1 161	13	4,7	68,0
Słowacja	31,1	50,9	11,4	4,42	1,50	7 512	27	6,4	95,0
Szwecja	82,8	172,8	39,9	4,14	1,06	44 230	34	10,6	15,0
Węgry	7,5	12,4	2,5	7,28	2,48	1 612	22	9,0	99,8
Włochy	19,4	30,6	7,3	3,11	1,00	7 228	25	5,1	88,6

Źródło: opracowanie własne według danych HYPOSTAT i Komisji Europejskiej.

W 2024 r. relacja wartości kredytów mieszkaniowych pozostających do spłaty do wartości PKB (CD1) w analizowanej grupie 19 krajów UE charakteryzowała się dużą zmiennością (od 6,3 do 82,8). Wskazuje to na zróżnicowany stopień rozwoju badanych rynków i dużą ich nietożsamość. Średnia wartość wskaźnika CD1 wyniosła 34,49%, natomiast mediana ukształtowała się na poziomie 29,8%. Dyspersja była znaczna, ponieważ odchylenie standardowe wyniosło 22,97 p.p., a współczynnik zmienności 66,61. Najwyższe wartości odnotowano w krajach skandynawskich i Holandii, natomiast najniższe wystąpiły w krajach Europy Środkowo-Wschodniej i Południowej (Rumunia, Węgry, Grecja).

Polska, ze wskaźnikiem na poziomie 13,7%, znalazła się w dolnej części skali (na czwartym miejscu od końca). Z analizy danych Hypostat wynika, że w latach 2015–2024 dystans Polski względem średniej UE-27 nie uległ zmniejszeniu, lecz nieznacznie się pogłębił (luka wzrosła z ok. 23,2 p.p. w 2015 r. do 24,6 p.p. w 2024 r.). Oznacza to, że po okresie wzrostu wskaźnika w pierwszej połowie poprzedniej dekady proces konwergencji uległ osłabieniu.

Przeprowadzono również ocenę stabilności tego wskaźnika w czasie w badanej grupie krajów³. Analiza objęła lata 2001–2024. Uzyskane wyniki wskazują, że rynki kredytów hipotecznych w badanych krajach rozwijały się niesynchronicznie i podlegały silnym szokom cyklicznym. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej dominował wzorec nadrabiania dystansu z niskiego poziomu wyjściowego, jednak w ostatnich latach częściej obserwowano stabilizację lub spadek wskaźnika, co może odzwierciedlać ograniczenie nowej akcji kredytowej oraz wpływ zmian nominalnego PKB.

W 2024 r. relacja wartości kredytów mieszkaniowych pozostających do spłaty do dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych (CD2) w analizowanej grupie 19 krajów charakteryzowała się również bardzo dużą zmiennością. Średnia wartość wyniosła 63,58%, natomiast mediana 50,9%, co wskazuje na prawostronną asymetrię rozkładu. Dyspersja była znaczna, o czym świadczy odchylenie standardowe 47,98 p.p. Współczynnik zmienności wyniósł 75,47%, co potwierdza silną heterogeniczność badanej grupy krajów.

W 2024 r. wskaźnik wartości hipotecznych listów zastawnych w obiegu do PKB (w %) (CD3) w badanych krajach również był silnie zróżnicowany. Średnia wyniosła 15,59%, podczas gdy mediana 9,1%, co wskazuje na silną prawostronną asymetrię rozkładu. Współczynnik zmienności wyniósł 158,47%, co potwierdza, że poziom rozwoju segmentu listów zastawnych różni się radykalnie między krajami. Generalnie w Europie mamy do czynienia ze współwystępowaniem krajów, w których rynek hipotecznych listów zastawnych ma znaczenie marginalne (prawie bliskie zeru) oraz nielicznych gospodarek, gdzie jest on kluczowym instrumentem refinansowania kredytów hipotecznych.

W 2024 r. oprocentowanie nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych (średnia roczna, w %) (CD4) w analizowanej grupie krajów wyniosło przeciętnie 4,48%, przy medianie 4,04%. Różnicowanie poziomu oprocentowania było umiarkowanie wysokie. Odchylenie standardowe wyniosło 1,30 p.p., a współczynnik zmienności 28,91%. Jednocześnie wartości skrajne mieściły się w przedziale od 3,11% do 7,65% (rozstęp 4,54 p.p.), co wskazuje na współwystępowanie rynków o relatywnie umiarkowanych kosztach finansowania oraz rynków o istotnie wyższych kosztach kredytu dla konsumentów.

Zmienność oprocentowania w ujęciu długookresowym, mierzona odchyleniem standardowym w latach 2010–2024 (CD5), wskazuje na istotne różnice w zakresie stabilności warunków cenowych pomiędzy analizowanymi krajami. Średnia wartość tej miary wyniosła 1,11 p.p., natomiast mediana 1,01 p.p., co sugeruje, że w „typowym” badanym kraju wahania oprocentowania w analizowanym okresie oscylowały wokół ok. 1 p.p. Zakres wartości był jednak szeroki (0,38–2,48 p.p.; rozstęp 2,10 p.p.), co wskazuje, że obok rynków o relatywnie stabilnych warun-

³ Stabilność wskaźnika oceniono poprzez analizę zmienności jego przebiegu w latach 2001–2024, w szczególności na podstawie odchylenia standardowego i współczynnika zmienności obliczonych dla poszczególnych krajów, uzupełnioną oceną punktów zwrotnych w okresach kryzysowych.

kach cenowych (odchylenie ok. 0,5–0,7 p.p.) występowały również kraje o wyraźnie większej zmienności, odzwierciedlającej mniej przewidywalne otoczenie stóp procentowych.

W 2024 r. wskaźnik wartości kredytów mieszkaniowych *per capita* (CD6) w badanej grupie krajów UE charakteryzował się bardzo dużym zróżnicowaniem (od 1161 EUR do 49 609 EUR), co wskazywałoby na współwystępowanie rynków o marginalnym nasyceniu kredytem oraz gospodarek o bardzo wysokiej skali zadłużenia mieszkaniowego przypadającej na jednego mieszkańca. Najwyższe wartości odnotowano w krajach wysoko rozwiniętych, podczas gdy w części badanych krajów wskaźnik nie przekraczał kilku tysięcy euro. Polska (3169 EUR) znalazła się w dolnej części rozkładu, co wskazuje na relatywnie niski poziom nasycenia rynku kredytów mieszkaniowych w przeliczeniu na mieszkańca.

Wiedzę finansową konsumentów oceniono za pomocą odsetka respondentów, którzy udzielili poprawnych odpowiedzi na co najmniej 4 z 5 pytań testujących podstawową wiedzę finansową (CD7). Przyjęto, że wyższa wartość wskaźnika oznacza wyższy poziom kompetencji, a tym samym (w ujęciu jakościowym) większą dojrzałość otoczenia popytowego rynku kredytów mieszkaniowych. Średni odsetek takich respondentów wyniósł 26,7%, przy medianie 25%. Zróżnicowanie miało umiarkowany charakter (odchylenie standardowe 8,5 p.p. Analiza wskaźnika opartego na statystyce opisowej wskazuje na współwystępowanie państw o relatywnie wysokiej świadomości finansowej ($\geq 40\%$) oraz krajów o wyraźnych deficytach ($\leq 16\%$), mogących ograniczać jakościową dojrzałość rynku (słabszą zdolność gospodarstw domowych do oceny kosztów i ryzyka zaciągania kredytu mieszkaniowego).

Wskaźnik nadmiernego obciążenia kosztami mieszkaniowymi (CD8), definiowany jako odsetek ludności żyjącej w gospodarstwach domowych, w których całkowite koszty mieszkaniowe przekraczają 40% dochodu do dyspozycji, w 2024 r. w analizowanej grupie 19 krajów charakteryzował się znacznym zróżnicowaniem. Średnia wartość wskaźnika wyniosła 8,40%, natomiast mediana 6,9%, co wskazuje na prawostronną asymetrię rozkładu. Dyspersja była relatywnie wysoka, ponieważ odchylenie standardowe wyniosło 5,58 p.p., a współczynnik zmienności 66,38%. Oznacza to istotną heterogeniczność badanej zbiorowości krajów pod względem skali obciążenia gospodarstw domowych kosztami mieszkaniowymi.

Ostatnim wskaźnikiem uwzględnionym w badaniu był udział kredytów mieszkaniowych o stałym oprocentowaniu w nowo udzielanych kredytach mieszkaniowych w analizowanych krajach (CD9). Średnia wartość analizowanego wskaźnika wyniosła 73,43%, przy odchyleniu standardowym wynoszącym 26,20 p.p. oraz współczynniku zmienności na poziomie 35,68%. Oznacza to, że występowało w 2024 r. wysokie zróżnicowanie wskaźnika między badanymi krajami UE. Można sformułować wniosek, że udział kredytów o stałym oprocentowaniu stanowił cechę silnie różnicującą badaną zbiorowość krajów. Może więc być uznany za cechę diagnostyczną analitycznie użyteczną w badaniach porównawczych dotyczących dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w UE.

Zgodnie z przedstawioną wcześniej procedurą analityczną w kolejnych krokach dokonano normalizacji danych, wyznaczono wzorzec oraz antywzorzec rozwoju, a następnie obliczono współczynniki bliskości. Pozwoliło to na uporządkowanie badanych krajów pod względem poziomu dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych.

Tabela 4. Syntetyczny wskaźnik i ranking dojrzałości rynku kredytów mieszkaniowych w 19 krajach UE wg danych na koniec 2024 r.⁴

Kraje	SWD	Ranking
Holandia	0,730	1
Dania	0,730	2
Szwecja	0,642	3
Belgia	0,609	4
Francja	0,555	5
Niemcy	0,552	6
Irlandia	0,514	7
Austria	0,513	8
Finlandia	0,501	9
Hiszpania	0,498	10
Włochy	0,490	11
Słowacja	0,479	12
Portugalia	0,476	13
Czechy	0,436	14
Cypr	0,420	15
Grecja	0,377	16
Rumunia	0,362	17
Polska	0,348	18
Węgry	0,339	19

Źródło: opracowanie własne.

Wartości miernika syntetycznego SWD zostały poddane statystycznej analizie opisowej, polegającej na obliczeniu średniej i odchylenia standardowego, co pozwoliło scharakteryzować różnicowanie dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w badanej grupie krajów UE.

⁴ W przypadku miernika CD7 uwzględniono dane z 2023 r.

Średnia wartość uzyskanych ocen SWD wyniosła 0,504, natomiast odchylenie standardowe wyniosło 0,115. Uzyskany w wyniku zastosowania procedury TOPSIS ranking SWD wskazuje na wyraźną segmentację europejskich rynków kredytów mieszkaniowych, ponieważ wartości miernika tworzą skupienia umożliwiające wyodrębnienie kilku względnie jednorodnych grup krajów. Warto też uwypuklić ograniczenia interpretacyjne wskaźnika TOPSIS. W badaniu można jedynie wnioskować, że rynek kredytów mieszkaniowych kraju A pod względem dojrzałości jest bliżej wzorca i dalej od antywzorca niż rynek kraju B, natomiast przyjęta metoda badawcza nie uprawnia do stwierdzenia, że rynek kredytów mieszkaniowych w kraju A jest np. o 0,10 jednostki dojrzałszy niż w innym badanym kraju.

Na podstawie przeprowadzonych badań można wyróżnić cztery względnie jednorodne grupy krajów, które różnią się konfiguracją cech składających się na dojrzałość rynku kredytów mieszkaniowych.

Pierwszą grupę utworzyły kraje o najwyższych wartościach miernika syntetycznego (przedział wartości od 0,642 do 0,731). Do tej grupy krajów zaliczono: Holandię, Danię oraz Szwecję. Omawiana grupa wyróżnia się na tle pozostałych bardzo wysoką głębokością rynku kredytów mieszkaniowych, o czym świadczą wysokie poziomy wskaźników kredytów mieszkaniowych do PKB oraz do dochodu rozporządzalnego. Zauważalną cechą tych krajów jest również duże znaczenie rynku listów zastawnych w refinansowaniu portfeli kredytów mieszkaniowych.

Drugą grupę utworzyły kraje o wysokich, lecz wyraźnie niższych niż w grupie pierwszej, wartościach miernika syntetycznego (przedział 0,552–0,609). W tej grupie, zgodnie z uzyskanym rankingiem SWD, znalazły się: Belgia, Francja oraz Niemcy. Pod względem dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych są to rynki, które charakteryzują się dużą skalą i znaczeniem kredytu hipotecznego w gospodarce, relatywnie korzystnym profilem cenowym oraz stabilniejszymi warunkami finansowania w porównaniu z krajami o niższych ocenach SWD. Cechą tej grupy jest również istotna rola listów zastawnych jako instrumentu refinansowania, co wskazuje na silne powiązanie finansowania hipotecznego z rynkiem kapitałowym i lepsze dopasowanie terminów finansowania do długiego horyzontu kredytów mieszkaniowych, co powinno sprzyjać stabilności finansowej. Inną charakterystyką sprzyjającą odporności systemu finansowego jest relatywnie wysoki udział kredytów o stałej stopie procentowej w nowej akcji kredytowej, co ogranicza ekspozycję gospodarstw domowych na wahania stóp procentowych i wzmacnia odporność portfela hipotecznego.

Trzecią grupę (0,476–0,514) utworzyły: Irlandia, Austria, Finlandia, Hiszpania, Włochy, Słowacja i Portugalia. W jej ramach widoczne są dwie podgrupy, które osiągnęły zbliżony poziom SWD przy odmiennej strukturze cech diagnostycznych. Do pierwszej z nich zaliczono: Austrię, Irlandię, Włochy i Hiszpanię. Są to pod względem dojrzałości rynki o większym znaczeniu kredytów o stałej stopie w nowo udzielanych kredytach (CD9), co ogranicza ekspozycję gospodarstw domowych na ryzyko stopy procentowej. W drugiej podgrupie znalazły się: Finlandia, Portugalia

i Słowacja. Ta podgrupa charakteryzowała się relatywnie wyższą głębokością rynku i większym znaczeniem listów zastawnych.

Czwartą grupę stanowią kraje o najniższych wartościach miernika syntetycznego, w przedziale od 0,339 do 0,436. Do tej grupy zaliczono: Czechy, Cypr, Grecję, Rumunię, Polskę oraz Węgry. Grupa ta wyróżnia się na tle pozostałych badanych grup niskimi wskaźnikami określającymi wielkość rynku kredytów mieszkaniowych. Dodatkowo, nakładają się na to mniej korzystne parametry warunków cenowych lub czynniki społeczno-ekonomiczne, co może ograniczać zdolność tych rynków do trwałego i zrównoważonego rozwoju oraz zwiększać wrażliwość na szoki makroekonomiczne.

Ranking SWD wskazuje na relatywną przewagę krajów „starej” UE w syntetycznej ocenie dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych, podczas gdy kraje Europy Środkowo-Wschodniej w większości znalazły się w dolnej części rozkładu wartości wskaźnika SWD. Jednocześnie należy zauważyć, że niskie wartości SWD osiągnęły niektóre kraje Europy Południowej, co sugeruje, iż obraz dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w Europie jest bardziej złożony.

Pozycja Polski w rankingu SWD jest relatywnie niska. Oznacza to, że w ramach przyjętego zestawu cech diagnostycznych Polska charakteryzuje się mniejszą względną bliskością do wzorca oraz jednocześnie mniejszym oddaleniem od antywzorca, wyznaczonych na podstawie najwyższych i najniższych wartości poszczególnych cech diagnostycznych w badanej grupie krajów. Wynik ten wynika przede wszystkim z niższych wartości wskaźników opisujących głębokość i nasycenie rynku kredytów mieszkaniowych (relacje kredytów do PKB i dochodu rozporządzalnego oraz kredyty *per capita*), a także z relatywnie słabszych parametrów w obszarze struktury i jakości finansowania, w tym niskiej roli hipotecznych listów zastawnych jako instrumentu refinansowania kredytów mieszkaniowych, co ogranicza powiązanie finansowania hipotecznego z rynkiem kapitałowym. W ujęciu porównawczym wskazuje to, że rynek kredytów mieszkaniowych w Polsce odgrywa relatywnie mniejszą rolę w gospodarce niż w krajach o najwyższej dojrzałości, a proces konwergencji do najbardziej rozwiniętych modeli finansowania mieszkaniowego pozostaje ograniczony.

Przeprowadzone badanie wiąże się z określonymi ograniczeniami metodologicznymi, które powinno się uwzględnić w interpretacji wyników. Wskaźnik SWD stanowi ilościową miarę relatywnej bliskości obiektu do wzorca (rozwiązania idealnego) oraz jednoczesnego oddalenia od antywzorca, wyznaczonych w przestrzeni 19 krajów UE. Uprawnione jest zatem formułowanie wniosków o tym, że dany kraj znajduje się bliżej rozwiązania pożądanego niż inny kraj, przy czym należy podkreślić, że wzorzec ma charakter względny, a nie normatywny. Inaczej mówiąc, zależy od poziomu wskaźników w badanej zbiorowości. W konsekwencji wartości SWD oraz pozycje w rankingu są wrażliwe na skład badanych krajów, dobór i liczbę cech diagnostycznych oraz sposób ich normalizacji. Wynika z tego istotne ograniczenie wskaźnika SWD. SWD pełni więc tylko funkcję narzędzia porządkującego oraz służy ocenie porównawczej w przyjętym układzie metodologicznym. Nie stanowi natomiast miary „bezwzględnej” dojrzałości. W literaturze

zwraca się również uwagę, że: „(...) istnieje duże prawdopodobieństwo błędnej interpretacji otrzymanych rezultatów wynikającej z dywersyfikowania pozycji jednostek, pomiędzy którymi nie ma widocznych różnic w zdefiniowanej – za pomocą cech diagnostycznych – jakości” (Jarocka 2015). Dodatkowym ograniczeniem jest to, że wskaźniki odzwierciedlające skalę rynku (np. wskaźnik wartości kredytów hipotecznych w stosunku do PKB) nie zawsze świadczą o wysokiej dojrzałości rynku, bo mogą wynikać również z epizodów nadmiernej ekspansji kredytowej i akumulacji dźwigni finansowej, co uzasadnia ostrożną interpretację wyników.

Badanie miało charakter statyczny. Syntetyczny wskaźnik dojrzałości odzwierciedla tylko względną pozycję badanych rynków w danym momencie, a nie dynamikę ich rozwoju. Wyniki są również uwarunkowane przyjętym zakresem przedmiotowym (wykorzystany zbiór cech diagnostycznych) oraz podmiotowym. Oceną objęto wyłącznie te państwa UE, dla których możliwe było zgromadzenie kompletnego zestawu informacji. Uwzględnienie dodatkowych zmiennych mogłoby zmienić wartości wskaźnika dojrzałości oraz wpłynąć na przedstawiony w artykule ranking.

Wskazane ograniczenia wyznaczają kierunki dalszych badań, obejmujące w szczególności analizę wrażliwości wyników na dobór zmiennych i system wag oraz rozszerzenie badania o ujęcie dynamiczne. Rozwinięciem zaprezentowanego w artykule podejścia mogłyby być badania nad ewolucją dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w poszczególnych krajach.

PODSUMOWANIE

Wyniki przeprowadzonego badania dowodzą, że stopień dojrzałości rynków kredytów mieszkaniowych w krajach Unii Europejskiej jest wyraźnie zróżnicowany. Zastosowanie autorskiej koncepcji opartej na siedmiu kryteriach i dziewięciu cechach diagnostycznych oraz wykorzystanie metody TOPSIS pozwoliło na syntetyczną ocenę badanych rynków i ich uporządkowanie według względnej bliskości do wzorca rynku dojrzałego oraz oddalenia od antywzorca.

Przeprowadzona analiza wskazuje na wyraźną segmentację rynków kredytów mieszkaniowych w badanych krajach UE według zastosowanych kryteriów i wskaźników. Najwyższe pozycje zajęły kraje Europy Północnej i Zachodniej, charakteryzujące się dużą głębokością rynku, rozwiniętymi mechanizmami refinansowania opartymi na listach zastawnych, relatywnie stabilnymi warunkami cenowymi oraz znaczącym udziałem kredytów o stałym oprocentowaniu. Taki układ wyników pokazuje, że dojrzałość rynku kredytów mieszkaniowych jest związana nie tylko z poziomem zadłużenia hipotecznego, lecz również z trwałością źródeł finansowania i stopniem rozwoju rynku kapitałowego.

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej znalazły się w dolnej części rankingu, co wynika przede wszystkim z mniejszej skali rynku kredytów mieszkaniowych, słabszego powiązania finansowania hipotecznego z rynkiem kapitałowym oraz mniej rozwiniętych mechanizmów ograniczania ryzyka stopy procentowej. Wskazuje to pośrednio, że proces konwergencji modeli finansowa-

nia mieszkaniowego w Unii Europejskiej jest niezakończony, a różnice historyczne i instytucjonalne nadal istotnie rzutują na poziom rozwoju rynków krajowych.

Uzyskane wyniki uwypuklają znaczenie struktury oprocentowania kredytów mieszkaniowych jako jednego z elementów dojrzałości rynku. Przegląd literatury oraz analiza porównawcza wskazują, że większy udział kredytów o stałej stopie procentowej jest charakterystyczny dla bardziej rozwiniętych systemów finansowych, które dysponują odpowiednią infrastrukturą instytucjonalną i umożliwiającą efektywne zarządzanie ryzykiem stopy procentowej. Oznacza to, że rozwój rynku kredytów mieszkaniowych powinien być postrzegany nie tylko przez pryzmat jego wielkości, ale także jakości oferowanych produktów, stabilności źródeł finansowania oraz poziomu ochrony kredytobiorców przed szokami makroekonomicznymi.

Należy podkreślić ograniczenia przeprowadzonego badania. Zaproponowany syntetyczny wskaźnik dojrzałości ma charakter relatywny i zależy od wybranego zbioru krajów, doboru cech diagnostycznych oraz zastosowanej procedury normalizacji. W tym sensie uzyskany ranking nie powinien być interpretowany jako bezwzględna klasyfikacja poziomu rozwoju rynków. Ponadto część wykorzystanych wskaźników, zwłaszcza odnoszących się do skali rynku, może odzwierciedlać nie tylko poziom jego dojrzałości, ale także skutki wcześniejszych faz ekspansji kredytowej lub wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych. W związku z tym uzyskane wyniki należy traktować przede wszystkim jako symptomy porównawcze, a nie bezwzględną miarę rozwoju rynku. Dalsze badania powinny dotyczyć stabilności rankingu, w tym poprzez zastosowanie innych wariantów zestawu cech diagnostycznych. Innym kierunkiem badań mogą być alternatywne projekcje trajektorii rozwoju poszczególnych rynków kredytów hipotecznych.

BIBLIOGRAFIA

Ahn K., Forsyth J., Jang H., Kim D. (2022), *Fixed rate mortgages: The cost of interest rate risk aversion*, „Finance Research Letters”, Vol. 44, January 2022.

Albertazzi U., Fringuellotti F., Ongena S. (2019), *Fixed rate versus adjustable rate mortgages: evidence from euro area banks*, Working Paper Series No 2322 / October 2019, European Central Bank.

Albertazzi U., Fringuellotti F., Ongena S. (2024), *Fixed rate versus adjustable rate mortgages: evidence from euro area banks*, „European Economic Review”, Vol. 161, January 2024, 104643.

Altunok F., Arslan Y., Ongena S. (2023), *Monetary Policy Transmission with Adjustable and Fixed Rate Mortgages: The Role of Credit Supply*, CEPR Discussion Paper No. 18293.

Badarinza C., Campbell J. Y., Ramadorai T. (2018), *What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages*, „Management Science”, Vol. 64, No. 5 (May 2018).

Bąk A. (2013), *Metody porządkowania liniowego w polskiej taksonomii – pakiet PLLORD*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 278.

Berlinger E. (2019), *Why APRC is misleading and how it should be reformed*, „Cogent Economics & Finance”, Vol. 7, <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1609766>.

Bicakova A., Sierminska E. (2008), *Mortgage Market Maturity and Homeownership Inequality among Young Households: A Five-Country Perspective*, Discussion Papers 778, DIW Berlin.

Borko T., Csontos L., Szakács J., Varga B. (2024), *Covered bonds as instruments for developing capital markets and supporting financial stability: the Hungarian experience*, BIS Papers No 148.

Brueckner J.R., Follain J.R. (1988), *The rise and fall of the ARM: an econometric analysis of mortgage choice*, „The Review of Economics and Statistics”, Vol. 70, No. 1.

Bucks B., Pence K. (2008), *Do borrowers know their mortgage terms*, „Journal of Urban Economics”, Vol. 64.

Bulgurcu B. (2012), *Application of TOPSIS Technique for Financial Performance Evaluation of Technology Firms in Istanbul Stock Exchange Market*, Procedia – Social and Behavioral Sciences 62.

Campbell J. Y. (2013), *Mortgage Market Design*, „Review of Finance”, Vol. 17, Issue 1, January, pp. 1–33, <https://doi.org/10.1093/rof/rfs030>

Core F., De Marco F., Eisert T., Schepens G. (2025), *The supply side of monetary policy: How floating-rate loans blunt the ECB's fight against inflation*, 14 June 2025, <https://cepr.org/voxeu/columns/supply-side-monetary-policy-how-floating-rate-loans-blunt-ecbs-fight-against>

Di Maggio M., Kermani A., Keys B. J., Piskorski T., Ramcharan R., Seru A., Yao V. (2017), *Interest rate pass-through: Mortgage rates, household consumption, and voluntary deleveraging*, „American Economic Review”, 107.

Ehrmann M., Ziegelmeyer M. (2017), *Mortgage Choice in the Euro Area: Macroeconomic Determinants and the Effect of Monetary Policy on Debt Burdens*, „Journal of Money, Credit and Banking”, Vol. 49, No. 2–3 (March–April), The Ohio State University.

Erol, Isil (2019), *New geographies of residential capitalism: Financialization of the Turkish housing market since the early 2000s*, „International Journal of Urban and Regional Research”, 43(4).

European Central Bank (2009), *Housing Finance in the Euro Area*, Structural Issues Report.

European Mortgage Federation (EMF) (2024), *Quarterly Review of European Mortgage Markets Q1*, s. 12.

Ferrari A., Loseto M. (2023), *Liquidity constraints and demand for maturity the case of mortgages*, ECB, Working Paper Series, No 2859.

Feruś A. B. (2024), *Rozwój rynku kredytów hipotecznych w Polsce*, Ekonomista, on-line first.

Fortowsky E., LaCour-Little M., Rosenblatt E., Yao V. (2011), *Housing tenure and mortgage choice*, „Journal of Real Estate Finance & Economics”, Vol. 42, No. 2.

Gatnar E., Walesiak M. (2004), *Metody statystycznej analizy wielowymiarowej w badaniach marketingowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.

Grabiński T. (1985), *Wybrane problemy dynamicznej wielowymiarowej analizy porównawczej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, Rok XLVII, zeszyt 2.

Hellwig Z. (1968), *Zastosowanie metody taksonomicznej do typologicznego podziału krajów ze względu na poziom ich rozwoju oraz zasoby i strukturę wykwalifikowanych kadr*, „Przegląd Statystyczny”, 15 (4).

Honkanen J., Voutilainen V. (2023), *Strong rise in interest rates puts strain on mortgage borrowers*, <https://www.bofbulletin.fi/en/2023/1/strong-rise-in-interest-rates-puts-strain-on-mortgage-borrowers/> (dostęp: 5.06.2025).

Housing Finance in the Euro Area (2009), Structural Issues Report, European Central Bank.

Hwang C. L., Yoon K. (1981), *Multiple Attribute Decision Making: Methods and Applications*, Springer-Verlag, New York, <https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-642-48318-9>

Jarocka M. (2015), *Porządkowanie liniowe – błędy przy interpretacji wyników oraz sposób ich eliminacji*, „Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych”, t. XVI, nr 3.

Kisielińska J., Borkowski B. (2022), *Zastosowanie metody TOPSIS do porównania poziomu opieki medycznej ludności i sytuacji zdrowotnej ludności w Polsce w związku z pandemią COVID-19 w ujęciu województw*, „Journal of Modern Science”, Tom 1/48.

Kukuła K. (1999). *Metoda unitaryzacji zerowanej na tle wybranych metod normowania cech diagnostycznych*, Acta Scientifica Academiae Ostroviensis nr 4.

Kukuła K. (2000), *Analiza własności metody unitaryzacji zerowanej*, Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, (42). <https://doi.org/10.22630/EIOGZ.2000.42.69>

Mielus P. (2017), *Stała czy zmienna stopa procentowa? O reformie rynku kredytów hipotecznych*, „Ekonomista”, nr 4.

Mishkin F. S. (2007), *Housing and the monetary transmission mechanism*, NBER Working Paper 13518.

Paiella M., Pozzolo A. F. (2007), *Choosing between fixed and adjustable rate mortgages*, [w:] *Household Credit Usage*, Agarwal S., Ambrose B. W. (red.), Palgrave Macmillan, New York, DOI 10.1057/9780230608917_13

Sørensen C. K., Lichtenberger J. (2007), *Mortgage interest rate dispersion in the euro area*, Working Paper Series NO 733, European Central Bank.

Tzeng G.-H., Huang J.-J. (2011), *Multiple Attribute Decision Making. Methods and Applications*, CRC Press.

Vickery J. (2007), *Interest Rates and Consumer Choice in the Residential Mortgage Market*, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York, New York.

Zalewski W. (2012), *Zastosowanie metody TOPSIS do oceny kondycji finansowej spółek dystrybucyjnych energii elektrycznej*, „Economics and Management”, 4.

DOI: 10.26354/bb.3.2.103.2026

Paweł Wajda*

ORCID: 0000-0003-4423-8881

p.wajda@wpia.uw.edu.pl

Efektywny nadzór nad podmiotem wykonującym czynności powierzone przez instytucję finansową

STRESZCZENIE

Artykuł poświęcony jest analizie kontrowersyjnego stanowiska w orzecznictwie, zgodnie z którym, obowiązkiem towarzystwa funduszy inwestycyjnych – w przypadku zlecenia czynności do podmiotu trzeciego (tj. umowy outsourcingu) jest zapewnienie efektywnego bieżącego nadzoru nad tym podmiotem. Stanowisko to zostało wyrażone przez Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie w wyroku z dnia 18 kwietnia 2024 r. (sygnatura: VI SA/Wa 8336/22). W ocenie Autora jest to wykładnia wykraczająca poza językowe brzmienie przepisu, co może generować poważne ryzyko dla instytucji finansowych, które korzystają z umów outsourcingu. Ryzyko jest tym większe, że powołane stanowisko WSA w Warszawie jest konsekwencją przyjęcia przez KNF wykładni prawotwórczej przepisu z art. 45a ust. 4a ustawy o funduszach inwestycyjnych i o zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, zgodnie z którą bieżący nadzór towarzystwa ma być nadzorem efektywnym.

Rozważania są doktrynalnym odniesieniem do stanowiska KNF i WSA w Warszawie w przedmiocie obowiązku zapewnienia efektywnego nadzoru przez instytucję finansową, będącą outsourcer'em i wykazanie, że powołane stanowisko jest stanowiskiem *contra legem* generującym bardzo poważne ryzyka. Wykazano również, że powołane stanowisko KNF i WSA w Warszawie jest stanowiskiem stojącym w oczywistej opozycji do pryncypiów odpowiedzialności administracyjnej.

Słowa kluczowe: nadzór, efektywny nadzór, bieżący nadzór, Komisja Nadzoru Finansowego, odpowiedzialność administracyjna, nadzór administracyjny, nadzór prywatnoprawny, stosunek administracyjnoprawny, stosunek cywilnoprawny.

Kody JEL: K10, K23

* Paweł Wajda – profesor na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, adwokat.

EFFECTIVE SUPERVISION OF AN ENTITY CARRYING OUT ACTIVITIES ENTRUSTED BY A FINANCIAL INSTITUTION

ABSTRACT

This article analyses a controversial position in case law according to which an investment fund company, when outsourcing activities to a third party (i.e. under an outsourcing agreement), is obliged to ensure effective ongoing supervision of that entity. This position was expressed by the Provincial (Voivodship) Administrative Court in Warsaw in its judgment of 18 April 2024 (case number: VI SA/Wa 8336/22). In the author's view, this interpretation goes beyond the literal wording of the provision, which may pose a serious risk to financial institutions that use outsourcing agreements. The risk is all the greater given that the aforementioned position of the Provincial (Voivodship) Administrative Court in Warsaw stems from the Polish Financial Supervision Authority's (KNF) adoption of a law-making interpretation of Article 45a(4a) of the Act on Investment Funds and the Management of Alternative Investment Funds, according to which the ongoing supervision of the company must be effective.

These considerations constitute a doctrinal response to the position of the KNF and the Provincial (Voivodship) Administrative Court in Warsaw regarding the obligation of a financial institution acting as an outsourcer to ensure effective supervision, and demonstrate that the position adopted is *contrary to the law* and gives rise to very serious risks. It has also been demonstrated that the position adopted by the Polish Financial Supervision Authority (KNF) and the Provincial (Voivodship) Administrative Court in Warsaw is one that stands in clear opposition to the principles of administrative liability.

Keywords: supervision, effective supervision, ongoing supervision, Financial Supervision Authority, administrative liability, administrative supervision, private-law supervision, administrative-law relationship, civil-law relationship.

JEL Codes: K10, K23

WSTĘP

Zgodnie z art. 45a ust. 4a ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹ towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest obowiązane do bieżącego nadzorowania wykonywania powierzonych czynności (tj. czynności, o których mowa w art. 45a ust. 1–2 u.o.f.i.) (Mroczkowski 2011, s. 301 i n.), bez względu na podmiot je wykonujący. Przepis art. 45a u.o.f.i. stanowi podstawę prawną zawierania przez towarzystwo umów, na mocy których wykonywanie określonych czynności związanych z działalnością towarzystwa może zostać powierzone podmiotowi zewnętrznemu (umowa outsourcingowa). Powierzenie to nie może jednak obejmować całego zakresu działalności towarzystwa,

¹ Tekst jednolity: Dz. U. z 2024, poz. 1034, ze zm.; dalej: u.o.f.i.

co wprost wynika z art. 45a ust. 2 u.o.f.i. W doktrynie zauważono, że zakres powierzonych czynności musi być ukształtowany tak, aby towarzystwo nadal faktycznie wykonywało działalność określoną w art. 45 u.o.f.i. (Dumkiewicz 2018, Lex/el), a także uwzględniła treść art. 75–82 Rozporządzenia 231/2013.

Wykładnia tego przepisu – jak się wydaje – nie powinna budzić jakichkolwiek wątpliwości; ustawodawca w treści rzeczowego przepisu nałożył na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które powierza wykonywanie czynności do podmiotu trzeciego, obowiązek sprawowania bieżącego nadzoru nad wykonywaniem przez ten podmiot tych czynności. Towarzystwo jest zatem zobowiązane wykonywać bieżący nadzór, a zatem na bieżąco (stale, przez cały okres obowiązywania postanowień umowy outsourcing'u) sprawować nadzór nad wykonywaniem przez podmiot trzeci tych czynności. W istocie chodzi tutaj o to, by towarzystwo – w ramach umowy powierzenia, o której jest mowa w art. 45a ust. 4 u.o.f.i. – wprowadziło i wykonywało umowny mechanizm bieżącego nadzoru nad wykonywaniem przez podmiot trzeci powierzonych mu czynności. W perspektywie standardów delegowania określonych w art. 75 Rozporządzenia 231/2013, umowny mechanizm bieżącego nadzoru powinien obejmować co najmniej: (i) metody i procedury bieżącego przeglądu usług oraz reakcje w razie ryzyka, że wykonawca nie wykona funkcji skutecznie lub zgodnie z prawem, (ii) uprawnienia TFI do informacji, inspekcji, wstępu, dostępu i wydawania wiążących instrukcji, (iii) wymóg, aby wykonawca prowadził własny nadzór wewnętrzny i zarządzał ryzykiem, oraz (iv) plan ciągłości działania po stronie wykonawcy; elementy te znajdują implementację w art. 45a ust. 4 pkt 3, 5 i 7 u.o.f.i. (Rodzyńkiewicz, Sarkowicz 2023). Nadzór ten ma być przy tym nadzorem bieżącym, tj. nie ma to być nadzór wstępny czy nadzór następczy (W doktrynie prawa administracyjnego wyodrębnia się: nadzór prewencyjny (wstępny) – wykonywany przed rozpoczęciem działalności przez jednostkę nadzorowaną w celu zapobieżenia ewentualnym nieprawidłowościom, nadzór weryfikacyjny (bieżący) – polegający na weryfikowaniu działań podejmowanych przez jednostkę nadzorowaną, oraz nadzór następczy – prowadzący się do wyciągania konsekwencji w stosunku do jednostki nadzorowanej w przypadku jej nieprawidłowej działalności; Starościak 1964, s. 93; Chęćmoński 2005, s. 539–540), tylko ma to być nadzór bieżący, gdzie przedmiotem tego nadzoru jest wykonywanie przez podmiot trzeci powierzonych mu czynności.

Istotą wyżej powołanego obowiązku jest zatem: po pierwsze to, by towarzystwo zapewniło sprawowanie nadzoru (tj. ma być to nadzór w ramach uprawnień towarzystwa wynikających z umowy z art. 45a ust. 4 u.o.f.i., tj. nadzór oparty na rozwiązaniach prawa prywatnego); po drugie to, by w ujęciu podmiotowym nadzór dotyczył podmiotu, któremu towarzystwo powierza wykonywanie czynności, zgodnie z art. 45a ust. 1–2 u.o.f.i. (tj. by nadzór w jakimkolwiek przypadku nie dotyczył innych podmiotów niżeli podmiot, o którym mowa w art. 45a ust. 1 u.o.f.i.); po trzecie to, by w ujęciu przedmiotowym nadzór dotyczył tylko wykonywania przez ten podmiot czynności, o których mowa w art. 45a ust. 1–2 u.o.f.i. (tj. by nadzór w jakimkolwiek przypadku nie dotyczył innych czynności wykonywanych przez ten podmiot); po czwarte wreszcie to, by w ujęciu funkcjonalnym nadzór był nadzorem bieżącym (tj. by nadzór prywatnoprawny wyni-

kający z postanowień umowy nie był w jakimkolwiek przypadku nadzorem wstępnym czy nadzorem następczym, tylko by był to nadzór bieżący). Warto przy tym wskazać, że w ujęciu funkcjonalnym ustawodawca nie wskazał tego, że bieżący nadzór, o którym jest mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., był nadzorem efektywnym.

Warto, stosując dyrektywy wykładni językowej, dostrzec, że brak rzeczowego wskazania jest wynikiem – jak się wydaje – racjonalności prawodawcy, który to prawodawca ma – co oczywiste – pełną świadomość odnośnie do tego, że inne oczekiwania należy formułować w relacji do nadzoru administracyjnego, który opiera się na wykorzystaniu instrumentu władztwa administracyjnego, a inne oczekiwania wobec nadzoru prywatnoprawnego, który to nadzór nie jest w jakimkolwiek przypadku oparty na instrumencie władztwa administracyjnego. Warto przypomnieć, że władztwo administracyjne to możliwość jednostronnego rozstrzygania sytuacji indywidualnych w sposób trwały i obowiązujący wszystkie podmioty prawne w państwie oraz zabezpieczonego przymusem państwowym, w razie, gdy treścią rozstrzygnięcia jest nałożenie obowiązku (Boć 1994, s. 23; Nowicki, Peszkowski 2015, s. 12). Warto również wskazać, że władztwo administracyjne jest właściwe – co oczywiste – dla stosunków prawa administracyjnego, gdzie w przypadku bieżącego nadzoru, o którym mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., mamy do czynienia z nadzorem prywatnoprawnym, tj. nadzorem wynikającym nie z relacji administracyjnoprawnego podporządkowania podmiotu nadzorowanego organowi administracji publicznej sprawującemu nadzór, ale z nadzorem wynikającym z postanowień umowy, o której mowa w art. 45a ust. 4 u.o.f.i. i nadzorem opartym na relacji równorzędności podmiotu nadzorującego i podmiotu nadzorowanego. Ta ostatnia relacja nie zawiera w sobie jakichkolwiek elementów prawa administracyjnego i nie opiera się na władztwie administracyjnym.

W obliczu powyższego wątpliwości interpretacyjne może budzić stanowisko Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie, które zostało wyrażone w wyroku z dnia 18 kwietnia 2024 r. (VI SA/Wa 8336/22), w którym to wyroku WSA w Warszawie *explicite* wskazał w szczególności to, że: *niemniej jednak nadzór ten nie był wykonywany w sposób bieżący i efektywny; jak również to, że: w przypadku natomiast – z uwagi na postawę Zarządzającego – braku możliwości realizacji w praktyce efektywnego nadzoru, Towarzystwo powinno zakończyć współpracę z Zarządzającym. Towarzystwo powinno było więc zagwarantować, aby Zarządzający wykonywał powierzone mu funkcje skutecznie i zgodnie z mającym zastosowanie prawem i wymogami regulacyjnymi; jak wreszcie to, że: zgodzić się należy ze stanowiskiem organu, iż brak sprawowania nad Zarządzającym efektywnego bieżącego nadzoru, mający charakter ciągły, trwający przez powtarzające się po sobie kwartały w odniesieniu do zarządzanych Funduszy. Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie wskazał zatem w istocie to, że z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. wynika – spoczywający na towarzystwie – obowiązek w przedmiocie sprawowania efektywnego bieżącego nadzoru nad działalnością podmiotu trzeciego, o którym to podmiocie jest mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i. Stanowisko o „skutecznym” (jako synonimie „efektywnego”) nadzorze wyrażone zostało także w piśmiennictwie (Rodzyńkiewicz, Sarkowicz 2023), przy czym Autor*

niniejszego artykułu z uwagi na okoliczności omówione szczegółowo w niniejszej publikacji, prezentuje stanowisko odbiegające od zaprezentowanego tamże.

Mając na uwadze, że powyższe stanowisko WSA w Warszawie w przedmiocie obowiązku zapewnienia przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych efektywnego bieżącego nadzoru jest stanowiskiem – w ocenie Autora – nieznajdującym dostatecznego oparcia w wykładni językowej i zasadach stosowania przepisów sankcyjnych (co będzie przedmiotem poszerzonych rozważań w dalszej części niniejszego artykułu) oraz stanowiskiem, które, jak się wydaje, jest szczególnie groźne dla praktyki obrotu, celowe jest, jak się wydaje, „pochylenie się” nad wykładnią przepisu z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. i właściwym rozumieniem pojęcia bieżący nadzór w rozumieniu przepisu z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. w związku z przepisem z art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i.

Metodologicznie artykuł prezentuje zarówno argumenty przemawiające za wykładnią ograniczającą pojęcie „bieżącego nadzoru” do nadzoru cywilnoprawnego, jak i argumenty za rozumieniem obejmującym element „efektywności”, wynikające m.in. ze sformułowania „skutecznego nadzorowania” oraz praktyki nadzorczej. Celem jest możliwie obiektywne „ważenie” tych racji oraz transparentne przedstawienie założeń interpretacyjnych.

1. BIEŻĄCY NADZÓR NAD DZIAŁALNOŚCIĄ PODMIOTU TRZECIEGO, KTÓREMU POWIERZA SIĘ – NA MOCY POSTANOWIEŃ UMOWY OUTSOURINGU – WYKONYWANIE CZYNNOŚCI

Z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. w związku z art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i. wynika to, że bieżący nadzór, o którym jest mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., jest z całą pewnością mechanizmem prawa cywilnego i nie jest w jakimkolwiek stopniu mechanizmem prawa administracyjnego. Oczywiście jest bowiem to, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie jest podmiotem wchodzącym w skład aparatu administracyjnego i nie jest wyposażone w instrument władztwa administracyjnego. Podobnie oczywiście jest to, że źródłem tego nadzoru są postanowienia umowy, o której jest mowa w art. 45a ust. 4 u.o.f.i., a nie postanowienia przepisów administracyjnego prawa materialnego, które to przepisy wyposażałyby towarzystwo funduszy inwestycyjnych w jakiekolwiek kompetencje nadzorcze. W ujęciu podmiotowym (pozycja prawnoustrojowa towarzystwa funduszy inwestycyjnych) i w ujęciu przedmiotowym (nadzór wywodzony z postanowień umowy, o której mowa w art. 45a ust. 4 u.o.f.i.) nie mamy w rezultacie do czynienia z nadzorem administracyjnoprawnym, tylko z nadzorem prawa prywatnego (cywilnoprawnym).

Okoliczność, że nadzór, o którym mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., jest nadzorem cywilnoprawnym przesądza o tym, że nadzór ten istnieje wyłącznie w takim zakresie, jaki wynika z postanowień umowy powierzenia z art. 45a ust. 4 u.o.f.i., gdzie rzeczony bieżący nadzór jest – co wymaga podkreślenia – jednym z *essentialia negotii* tej umowy. Zgodnie bowiem z art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i. jednym z elementów konstytuujących właściwych dla umowy powierzenia jest umożliwienie – *verba legis* – skutecznego nadzorowania przez towarzystwo wykonywania powierzonych mu czynności, a tym samym zapewnienie tego, że towarzystwo będzie mogło

skutecznie wykonywać bieżący nadzór nad wykonywaniem przez podmiot trzeci powierzonych temu podmiotowi czynności. Oczywiście jest bowiem to, że postanowienia z art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i. muszą być wykładane w połączeniu z postanowieniami z art. 45a ust. 4a u.o.f.i., nadzór o którym jest mowa w art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i. jest bowiem bieżącym nadzorem, o którym mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i. Podstawą do sprawowania bieżącego nadzoru z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. są postanowienia umowy z art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i., zaś skuteczne nadzorowanie przez towarzystwo wykonywania powierzonych podmiotowi trzeciemu czynności wyraża się w wykonywaniu przez towarzystwo bieżącego nadzoru z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. Nadzór, o którym jest mowa w art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i., jest bieżącym nadzorem, o którym jest mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., gdzie za przyjęciem takiej wykładni przemawia tak – stanowiący jedno z pryncypiów dokonywania wykładni – zakaz wykładni antonimicznej, jak i rezultat wykładni systemowej obu przepisów, które, co oczywiste, muszą być wykładane łącznie. Dla jasności wyводу warto wskazać, że „bieżący” (ust. 4a) określa horyzont i tryb realizacji nadzoru kontraktowego, natomiast „umożliwienie skutecznego nadzorowania” (ust. 4 pkt 7) wyznacza minimalny standard funkcjonalny mechanizmów umownych – nie zaś rezultat w postaci „efektywności” rozumianej jako gwarancja braku naruszeń po stronie wykonawcy (Dumkiewicz 2018; Ferran, Howells, Steffek 2023; Moloney 2014; Rodzyńkiewicz, Sarkowicz 2023).

Powyższe prowadzi zaś do sformułowania konstatacji, że postanowienia umowy powierzenia, o których mowa w art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i., muszą być tak sformułowane, by zapewnić to, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych będzie uprawnione sprawować bieżący nadzór nad wykonywaniem przez podmiot trzeci powierzonych mu czynności związanych z działalnością prowadzoną przez to towarzystwo. Nadzór ten jest przy tym – co należy podkreślić – nadzorem prywatnoprawnym, a nie nadzorem administracyjnoprawnym, gdzie relacja pomiędzy towarzystwem funduszy inwestycyjnym a podmiotem wykonującym powierzone mu czynności jest relacją (stosunkiem) prawa cywilnego, która to relacja zakłada równorzędność stron, a nie relacją (stosunkiem) prawa administracyjnego, która to relacja zakłada podporządkowanie podmiotu administrowanego wobec podmiotu administrującego.

Prywatnoprawny charakter tego nadzoru w połączeniu ze stosunkiem czysto cywilnoprawnym występującym pomiędzy towarzystwem funduszy inwestycyjnych, a podmiotem któremu zostało powierzone wykonywanie czynności, przesądzają o tym, że pod pojęciem bieżący nadzór należy rozumieć stałe sprawowanie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych – z wykorzystaniem mechanizmów wynikających z postanowień umowy – kontroli nad działalnością tego podmiotu oraz – w sytuacji, gdy tak przeprowadzona kontrola doprowadzi do stwierdzenia, że występują w ramach działalności tego podmiotu jakiegokolwiek nieprawidłowości związane z wykonywaniem przez ten podmiot trzeci powierzonych mu czynności – możliwości umownego wpływania na ten podmiot tak, by nieprawidłowości te zostały możliwie sprawnie usunięte wraz z ich negatywnymi konsekwencjami (o ile oczywiście wypracowanie takiego rezultatu będzie w ogólności możliwe z wykorzystaniem mechanizmów prawa cywilnego). Należy przy tym kategorycznie podkreślić, że tak bieżąca kontrola sprawowana przez towarzystwo, jak i możliwość

umownego wpływania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych na podmiot trzeci, nie są oparte na konstrukcji władztwa administracyjnego, a tym samym nadzór prawa prywatnego sprawowany przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych nad tym podmiotem trzecim nie będzie w jakimkolwiek przypadku niejako kopią nadzoru administracyjnego (Moloney 2014), który to nadzór administracyjny jest wykonywany przez KNF i który to nadzór oparty jest na konstrukcji władztwa administracyjnego. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie może zatem – sprawując bieżący nadzór – wykorzystywać jakichkolwiek administracyjnoprawnych instrumentów oddziaływania; może natomiast wykorzystywać wyłącznie takie instrumenty oddziaływania, które mają walor umowny i wynikają – siłą rzeczy – z postanowień umowy, o której mowa w art. 45a ust. 4 u.o.f.i. Konieczne jest przy tym kategorycznego podkreślenie, że instrumenty te nie mają waloru władczego, co jest chociażby wynikiem tego, że stosunek cywilnoprawny oparty jest na równorzędności stron, a nie na podporządkowaniu jednej ze stron drugiej ze stron tego stosunku (która to relacja podporządkowania jest właściwa dla stosunku administracyjnoprawnego). Konsekwencją takiego charakteru tego stosunku i tego, że mamy tutaj do czynienia z umową prawa cywilnego jest to, że strony umowy powierzenia – kształtując postanowienia umowy – znajdują się w zakresie swobody, który to zakres wynika z art. 353¹ ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny.

Na marginesie prowadzonych rozważań warto wskazać, że w literaturze trafnie wskazuje się, że: *zasada swobody umów oznacza zatem, że strony umowy mogą ukształtować jej treść według swego uznania, powołując do życia taki stosunek zobowiązaniowy, jaki odpowiada ich interesom. Granice swobody umów określone w art. 353¹ k.c. odnoszą się do treści umowy oraz do celu stosunku prawnego kształtowanego przez strony (II CSK 290/13; Fuchs 2018, III AUa 940/15).* W praktyce oznacza to, że strony umowy są ograniczone tak treścią postanowień z art. 45a ust. 4 u.o.f.i., jak i dobrymi obyczajami i naturą stosunku, która to natura wyłącza możliwość oparcia nadzoru towarzystwa nad podmiotem trzecim na władztwie administracyjnym. Konsekwencją tego ostatniego stwierdzenia jest to, że nie jest – jak się wydaje – prawidłowe stanowisko KNF z dnia 15 maja 2018 r. (Stanowisko UKNF), w którego treści KNF wskazała w szczególności to, że: *W związku z powyższym, w ocenie UKNF, towarzystwo powinno zagwarantować sobie możliwość wpływania na działania podmiotu, z którym zawarło umowę, w zakresie w jakim podmiot ten realizuje umowę z towarzystwem, w tym zagwarantować sobie uprawnienie do wydawania zarządzającemu wiążących go instrukcji i poleceń dotyczących zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Jednocześnie, towarzystwo powinno przewidzieć w takiej umowie stosowne instrumenty umożliwiające mu skuteczne egzekwowanie takich instrukcji i poleceń.*

Hipotetyczne wyposażenie towarzystwa w uprawnienie do wydawania zarządzającemu wiążących go instrukcji i poleceń dotyczących zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Jednocześnie towarzystwo powinno przewidzieć w takiej umowie stosowne instrumenty umożliwiające mu skuteczne egzekwowanie takich instrukcji i poleceń, byłoby bowiem instrumentem prawa administracyjnego, a nie prawa prywatnego, a tym samym instrument ten stałby w opozycji do natury stosunku łączącego towarzystwo z podmiotem trze-

cim, a tym samym byłby to element wykraczający poza zakres swobody stron umowy wynikający z zasady z art. 353¹ ustawy k.c. To ostatnie implikowałoby zaś skutek nieważności tych postanowień, czy też całej umowy, tj. skutek, o którym mowa w art. 58 § 1 ustawy k.c.

Podobnie nie jest prawidłowe stanowisko KNF, zgodnie z którym: *Dodatkowo, sprawowany przez towarzystwo nadzór powinien między innymi zagwarantować, iż zarządzający będzie zarządzał portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego zamkniętego zgodnie z Ustawą oraz statutem danego funduszu, oraz z uwzględnieniem interesu uczestników funduszu* (Stanowisko UKNF). Obowiązek zapewnienia prawidłowego działania jest bowiem obowiązkiem KNF, a nie obowiązkiem towarzystwa funduszy inwestycyjnych (*argumentum ex art. 2 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym*) i jego realizacja opiera się na wyposażeniu KNF w kompetencje oparte na mechanizmach władztwa administracyjnego; gdzie w przypadku czysto hipotetycznej próby wyposażenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych we władztwo administracyjne na mocy postanowień umowy z art. 45a ust. 4 u.o.f.i., mielibyśmy do czynienia podobnie z wykroczeniem poza zakres swobody kontraktowania z art. 353¹ ustawy k.c. To ostatnie podobnie implikowałoby skutek, o którym mowa w art. 58 § 1 ustawy k.c.

W powyższym kontekście zauważyć bowiem należy, że zasada swobody umów pozwala stronom na dowolne kształtowanie wzajemnych relacji prawnych oraz ustalanie stosunków zobowiązaniowych, jednak ta swoboda jest ograniczona w przypadku, gdy postanowienia umowy prowadzą do naruszenia prawa, obejścia obowiązujących przepisów, nadużycia praw lub naruszenia zasad sprawiedliwości społecznej (III AUa 15/21; III AUa 580/19). W piśmiennictwie podkreśla się, że zasada swobody umów, określona w art. 353¹ ustawy k.c., daje stronom możliwość tworzenia nietypowych stosunków zobowiązaniowych. Mogą one korzystać z wzorców umów nazwanych, ale mają również prawo wprowadzać do tych umów modyfikacje czy uzupełnienia, tworząc instrument prawny bardziej odpowiadający ich potrzebom. Zasada swobody umów oznacza więc, że strony mogą formułować treść umowy zgodnie ze swoimi preferencjami, tworząc stosunek zobowiązaniowy najlepiej odpowiadający ich interesom. Zakres swobody umów, zgodnie z art. 353¹ ustawy k.c., odnosi się zarówno do treści umowy, jak i celu prawnego, który strony zamierzają realizować (Fuchs 2018; CSK 290/13).

Blіższe przyjrzenie się powoływanemu stanowisku KNF prowadzi do sformułowania konstatacji, że jedynym fragmentem tego stanowiska, z którym można się zgodzić i który to fragment jest prawidłowy, jest fragment, zgodnie z którym: *Nadzór powinien być sprawowany przez Towarzystwo na bieżąco, to jest stale i przez cały okres wykonywania umowy, o której mowa w art. 45a ust. 1 Ustawy* (Stanowisko UKNF). Faktycznie bowiem nadzór ten ma być bieżącym nadzorem, tj. ma być wykonywany na bieżąco i przez cały okres obowiązywania postanowień umowy z art. 45a ust. 4 u.o.f.i.

Referując do wyżej powołanego stanowiska KNF, warto dodatkowo wskazać na jego zaskakującą konstrukcję. W pierwszym kroku KNF – prawidłowo – wskazała, że: *W kontekście ww. przepisów Ustawy, a także przepisów art. 75–82 Rozporządzenia 231/2013, należy wskazać,*

iż towarzystwo funduszy inwestycyjnych powinno zadbać, aby relacja prawna ukształtowana umownie pomiędzy towarzystwem a podmiotem, któremu zlecono wykonywanie powierzonych czynności, umożliwiała sprawowanie bieżącego nadzoru przez towarzystwo (...), gdzie dopiero w kolejnym kroku KNF – niejako rozwijając rozumienie pojęcia bieżący nadzór – wskazała, że: W związku z powyższym, w ocenie UKNF, towarzystwo powinno zagwarantować sobie możliwość wpływania na działania podmiotu.

Dla pełności obrazu należy uwzględnić, że delegowanie funkcji przez zarządzających AFI zostało uregulowane w art. 75–82 Rozporządzenia 231/2013 (Dumkiewicz 2018), gdzie akcentowane są wymogi należytej staranności przy wyborze i nadzorowaniu podmiotu wykonującego funkcje, proporcjonalność środków nadzoru oraz zapewnienie nieprzerwanej zdolności do wykonywania funkcji kluczowych. W konsekwencji realizacja obowiązków nadzorczych przez ZAFI w modelu delegowania funkcji wymaga zachowania odpowiedzialności oraz decyzyjności w obszarach kluczowych, w szczególności poprzez utrzymanie zarządzania ryzykiem związanym z przekazaniem wykonywania funkcji. Instrumentem umożliwiającym wykonywanie tak rozumianego nadzoru pozostaje odpowiednio skonstruowana umowa delegacyjna, zapewniająca szerokie uprawnienia informacyjne, inspekcyjne i instruktarzowe, obejmujące również mechanizmy dalszej subdelegacji, warunki zakończenia współpracy, wymogi w zakresie ciągłości działania oraz ochrony poufności informacji. Równocześnie, zgodnie z zasadą należytej staranności, nadzór nad podmiotem wykonującym funkcje powinien mieć charakter ciągły i proporcjonalny, co znajduje wyraz w regularnym raportowaniu, przeprowadzaniu kontroli i audytów, okresowych przeglądach wskaźników, testach zgodności oraz podejmowaniu niezwłocznych działań naprawczych w przypadku identyfikacji nieprawidłowości (EBA Guidelines 2019). Szczęgólnego znaczenia nabiera przy tym zapewnienie właściwego zarządzania konfliktami interesów, w tym funkcjonalnego i hierarchicznego rozdziału zadań oraz pełnego cyklu identyfikacji, monitorowania i ujawniania konfliktów wobec AFI oraz inwestorów. Integralnym elementem tego reżimu nadzorczego pozostaje również zagwarantowanie wymagalnego dostępu organów nadzoru oraz audytorów do danych, dokumentów i lokali, na wszystkich poziomach łańcucha delegowania. Uzupełnieniem powyższych wymogów jest utrzymywanie przetestowanych planów awaryjnych oraz zdolności do płynnego przeniesienia funkcji lub ich ponownego insourcingu, bez uszczerbku dla jakości i ciągłości zarządzania. Tak ukształtowany model nadzoru pozwala ZAFI na spełnienie zasad ogólnych wynikających z właściwych regulacji, zachowanie skutecznej kontroli nad funkcjami przekazanymi, zapewnienie zgodności z obowiązującymi wymogami, a jednocześnie ograniczenie ryzyk regulacyjnych związanych z utratą statusu podmiotu zarządzającego AFI. Dostrzec przy tym należy, że nadzór w rozumieniu art. 75–82 Rozporządzenia 231/2013 nie został jednak określony literalnie jako nadzór, który ma być efektywny – w takim rozumieniu, którym posługuje się WSA w Warszawie w orzeczeniu z dnia 18 kwietnia 2024 r. o sygnaturze: VI SA/Wa 8336/22.

Mamy w rezultacie do czynienia z wręcz zaskakującą sytuacją, gdzie KNF najpierw kategorycznie wskazuje na obowiązek prawem określony i następnie – dokonując już interpretacji treści tego

obowiązku – KNF formułując stanowisko, zastrzega, że stanowisko to jest tylko oceną Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego. Takie działanie KNF jest o tyle zaskakujące, że stoi w opozycji do zasady zaufania obywateli do organów państwa. Wskazana powyżej zasada została wyrażona między innymi w art. 8 k.p.a., w świetle którego organy administracji publicznej mają obowiązek prowadzić postępowanie w sposób budzący zaufanie jego uczestników do władzy publicznej. Zasada ta odgrywa kluczową rolę z perspektywy tzw. sprawiedliwości społecznej w wymiarze proceduralnym, ponieważ nakłada na organ prowadzący postępowanie obowiązek uzasadnienia swoich działań oraz wyjaśnienia ich podstawy. Ważne jest zaznaczenie, że zasada zaufania do organów publicznych znajduje swoje umocowanie również w przepisach konstytucyjnych. Zgodnie z zasadą demokratycznego państwa prawnego, ustanowioną w art. 2 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej, wywodzi się reguła zaufania obywateli do państwa oraz prawa przez to państwo ustanawianego, co nakłada na państwo określone obowiązki w różnych obszarach jego działalności. Ochrona tego zaufania przejawia się w dwóch kluczowych sferach funkcjonowania administracji: po pierwsze, w stabilizacji stosunków wynikających z oficjalnych działań administracji, w szczególności z ostatecznych decyzji administracyjnych, a po drugie, w wyrównywaniu szkód majątkowych obywateli powstałych wskutek cofnięcia lub zmiany takich decyzji. Z zasady ochrony zaufania można zatem wyprowadzić standard pewności w stosowaniu prawa, który oznacza, że organy państwowe powinny działać w sposób zapewniający, że ich decyzje – także te dotyczące spraw indywidualnych w zakresie administracji publicznej – stanowią logiczny i spójny wynik procesu rządzenia w dobrze zorganizowanym państwie. W związku z tym tylko takie zachowanie organów administracji, które spełnia postulat przewidywalności, oparty na jasnych i racjonalnych przesłankach, można uznać za godne zaufania (VI SA/Wa 42/20; II UKN 685/98; IV SA/Wa 1300/17).

Można przy tym zasadnie domniemywać, że powołane stanowisko KNF jest niejako pierwotną przyczyną powstania groźnego dla praktyki obrotu stanowiska, w przedmiocie obowiązku zapewnienia efektywnego bieżącego nadzoru. Analiza – w tym kontekście powołanego wyroku WSA w Warszawie – prowadzi bowiem do sformułowania konstatacji, że KNF przyjmuje – co jest działaniem w pełni nieprawidłowym – że hipotetyczne dopuszczenie się przez podmiot, któremu towarzystwo powierzyło wykonywanie czynności, naruszenia prawa indukuje przyjęcie przez KNF tego, że bieżący nadzór nie był efektywny (bieżący nadzór nie zagwarantował bowiem tego, że: *zarządzający będzie zarządzał portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego zamkniętego zgodnie z Ustawą oraz statutem danego funduszu, oraz z uwzględnieniem interesu uczestników funduszu*), a tym samym przyjęcie przez KNF tego, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych dopuściło się nieprawidłowego działania (tj. deliktu administracyjnego sprowadzającego się do naruszenia obowiązku z art. 45a ust. 4a u.o.f.i.). Z kolei dopuszczenie się przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych deliktu administracyjnego indukuje – w nieprawidłowej ocenie KNF – odpowiedzialność administracyjną towarzystwa funduszy inwestycyjnych, o której to odpowiedzialności jest mowa w normach wynikających z przepisu z art. 228 ust. 1 u.o.f.i. Konsekwencją takiego – nieprawidłowego, co wymaga podkreślenia – rozumienia i wykładni przez KNF przepisu z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. jest zaś to, że KNF zastosowała wobec towarzystwa

funduszy inwestycyjnych instrumenty odpowiedzialności administracyjnej (tj. administracyjną karę pieniężną i środek nadzoru następczego w postaci cofnięcia zezwolenia na prowadzenie działalności), która to decyzja administracyjna została poddana następnie ocenie przez WSA w Warszawie. W konsekwencji reżim outsourcingu kształtuje wielotorową architekturę odpowiedzialności i nadzoru: (i) cywilnoprawną odpowiedzialność i bieżący nadzór kontraktowy TFI wobec wykonawcy, (ii) publicznoprawny nadzór KNF nad TFI oraz – w granicach ustawowych – nad podmiotami, którym powierzono czynności, oraz (iii) w obszarach szczególnych (np. sekurytyzacja) – dodatkowy reżim licencyjny i sankcyjny po stronie wykonawcy. Takie rozwarstwienie ma znaczenie interpretacyjne przy ocenie zakresu i treści obowiązków przypisywanych TFI. Warto wskazać – co będzie przedmiotem poszerzonych rozważań w kolejnym ustępie niniejszego artykułu – że WSA w Warszawie, podobnie nieprawdłowo, przyjął – za KNF – to, że nadzór, o którym jest mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., musi być nadzorem efektywnym. Powyższe stanowi asumpt do analizy tego, czy pod rządami normy z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. można w ogólności formułować stanowisko, że bieżący nadzór, o którym jest mowa w tej normie, ma być nadzorem efektywnym.

2. EFEKTYWNY BIEŻĄCY NADZÓR?

Powołane wyżej stanowiska KNF i WSA w Warszawie stanowią – co zostało zasygnalizowane – asumpt do analizy tego, czy w przypadku bieżącego nadzoru, o którym mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., można w ogólności argumentować, że musi być to nadzór efektywny, a tym samym, czy można w ogólności argumentować, że dopuszczenie się przez podmiot, któremu towarzystwo powierzyło wykonywanie czynności, naruszenia czy to postanowień u.o.f.i., czy to postanowień statutu funduszu, czy też działania z brakiem uwzględnienia interesu uczestników funduszu, jest naruszeniem przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych obowiązku z art. 45a ust. 4a u.o.f.i., a tym samym, że jest to delikt administracyjny tego towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Należy kategorycznie wskazać, że z przeprowadzonej analizy wynika, iż nie można w jakimkolwiek przypadku wywodzić, że z normy z art. 45a ust. 4a w związku z art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i. wynika obowiązek towarzystwa funduszy inwestycyjnych w przedmiocie zapewnienia efektywnego bieżącego nadzoru; z powołanej normy wynika bowiem wyłącznie obowiązek towarzystwa funduszy inwestycyjnych w przedmiocie zapewnienia bieżącego nadzoru. Za przyjęciem wyżej powołanego stanowiska przemawia wiele argumentów.

Po pierwsze, odwołując się do instrumentarium wykładni językowej, należy wskazać, że gdyby tylko intencją prawodawcy było to, by bieżący nadzór, o którym mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., był nadzorem efektywnym, to ta intencja zostałaby wyrażona przez prawodawcę w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., poprzez dodanie kwalifikatora: efektywny. Warto podkreślić, że wykładnia przepisów, które to przepisy prawa stanowią podstawę prawną do podejmowania przez KNF władczych działań (gdzie w przypadku hipotetycznego podzielenia stanowiska KNF, że bieżący

nadzór z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. musi być nadzorem efektywnym, a tym samym dopuszczenie się przez podmiot trzeci naruszenia prawa jest jednocześnie deliktem administracyjnym towarzystwa funduszy inwestycyjnych, który to delikt administracyjny indukuje odpowiedzialność administracyjną towarzystwa z art. 228 ust. 1 u.o.f.i.) musi być dokonywana zgodnie z ich językowym, literalnym brzmieniem. Nie jest zatem dopuszczalne przy interpretacji norm stosowanie innego rodzaju wykładni – celowościowej czy też systemowej dla uzyskania innej, niż to wynika z użycia wykładni językowej (I OSK 653/13), treści danej normy (P 2/03; II GSK 972/08; Gajek 2019, s.16). W orzecznictwie sądów administracyjnych trafnie przyjmuje się, że w tej kategorii spraw rezultaty wykładni językowej mogą zostać przełamane jedynie wyjątkowo, np. w razie ich rażącej sprzeczności z założeniem racjonalnego prawodawcy (III SZP 4/15; III SK 51/15; II SK 75/15). Podobnie wykluczone jest stosowanie tutaj wykładni rozszerzającej (I OSK 1750/17), analogii (II SA/Ld 203/21) czy domniemań (III SK 59/13; XVII AmE 92/17; II GSK 1019/19; Krawczyk 2019, Lex/el).

Okoliczność, że prawodawca nie wprowadził w art. 45a ust. 4a u.o.f.i. rzeczonoego kwalifikatora: efektywny, powinna być w rezultacie rozumiana jako to, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych ma zapewnić bieżący nadzór, a nie efektywny bieżący nadzór. Ten ostatni obowiązek nie został bowiem wprowadzony do systemu prawa. W rezultacie działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych może być sankcjonowana wyłącznie wtedy, gdy to towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie zapewni bieżącego nadzoru, a nie wtedy, gdy wprowadzie zapewni bieżący nadzór, ale następnie okaże się on być nieefektywny (tj. niejako nie doprowadzi on do zapewnienia uniknięcia wystąpienia naruszenia prawa przez podmiot, któremu towarzystwo funduszy inwestycyjnych powierzyło wykonywanie czynności) (Rodzyńkiewicz, Sarkowicz 2023). Oczywiście jest bowiem to, że gdyby tylko intencją prawodawcy było, aby obowiązek z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. dotyczył sprawowania efektywnego nadzoru bieżącego, to ta intencja znalazłaby swoje potwierdzenie w użyciu przez prawodawcę kwalifikatora: **efektywny**.

Po drugie, co stanowi niejako rozwinięcie po pierwsze powyżej, należy wskazać, że – czysto hipotetycznie – gdyby z przepisu z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. wynikał obowiązek towarzystwa funduszy inwestycyjnych w przedmiocie zapewnienia efektywnego bieżącego nadzoru, to KNF – w swoim stanowisku (Stanowisko UKNF) – nie użyłaby, jak się wydaje, formuły: *w ocenie UKNF*, tylko kategorycznie wskazałaby na istnienie takiego obowiązku. Oczywiście jest bowiem, że gdyby taki obowiązek (tj. zapewnienie efektywnego bieżącego nadzoru, – w ocenie UKNF – nadzoru, który między innymi zagwarantuje to: *iż zarządzający będzie zarządzał portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego zamkniętego zgodnie z Ustawą oraz statutem danego funduszu, oraz z uwzględnieniem interesu uczestników funduszu*), wynikałby z przepisów prawa, to KNF nie korzystałaby z formuły *w ocenie UKNF*, tylko powołałaby tutaj bezpośrednio i wprost obowiązek ustawowy (jak np. miało to miejsce w innych akapitach powołanego stanowiska KNF).

Po trzecie, należy przypomnieć, że norma z przepisów z art. 45a ust. 4a w związku z art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i. jest normą o walorze wyjątku od zasady swobody działalności gospodarczej (VI SA/Wa 1957/12; Sobaczak 2021, s. 7 i nast.; Szydło 2005, s. 14 i nast.; Sowiński 2007),

jak i od zasady swobody umów z art. 353¹ ustawy k.c. Taki charakter tej normy (w istocie tych przepisów) przesądza o kierunku dokonywania ich wykładni, która to wykładnia musi przyjąć postać wykładni ścisłej (Morawski 1997, s. 202–203; II UK 236/06). Konsekwencją tej ostatniej konstatacji jest to, że przepis z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. musi być wykładany ściśle, a tym samym zakres pojęcia bieżący nadzór musi być ujmowany możliwie ściśle i nie może być w jakimkolwiek przypadku ujmowany rozszerzająco (o czym była też mowa powyżej). Przyjęcie przez KNF i następnie przez WSA w Warszawie stanowiska, że bieżący nadzór z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. ma być efektywnym bieżącym nadzorem jest zaś – co oczywiste – wyrazem rozszerzającej wykładni sformułowanego tam obowiązku, co stoi w oczywistej opozycji do wyżej powołanego postulatu.

Po czwarte, należy przypomnieć, że realizacja przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych obowiązku z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. została zabezpieczona z wykorzystaniem mechanizmu odpowiedzialności administracyjnej z art. 228 ust. 1 u.o.f.i.; co podobnie predestynuje sposób wykładni przepisu z art. 45a ust. 4a u.o.f.i., która to wykładnia musi odbywać się z wykorzystaniem instrumentarium stosowanego przy wykładni przepisów prawa karnego (SK 70/06; SK 18/09; II SA/Ol 293/20). Wykładnia przepisów prawa administracyjnego, stanowiących podstawę prawną do nałożenia sankcji administracyjnej, powinna być zbliżona do procesu wykładni przepisów zaliczanych do gałęzi prawa karnego, w szczególności z pierwszeństwem zastosowania wykładni językowej względem jakichkolwiek innych rodzajów wykładni (GSK 30/04; GSK 31/04). Na płaszczyźnie zasad ogólnych administracyjnego prawa sankcyjnego należy rozważyć, w jakim zakresie odczytywanie elementu „efektywności” bieżącego nadzoru – jeśli miałyby służyć jako kryterium przypisania odpowiedzialności administracyjnej TFI – pozostaje zgodne z zasadą określoności (przewidywalności) i proporcjonalności. Z jednej strony przemawia to za ścisłą wykładnią językową art. 45a ust. 4a u.o.f.i.; z drugiej – nie można tracić z pola widzenia ochronnego celu regulacji outsourcingu i standardów unijnych w zakresie delegowania funkcji, które akcentują adekwatność oraz realną zdolność mechanizmów nadzorczych do ograniczania ryzyk. Kolizja tych wartości powinna być rozstrzygana przy poszanowaniu pierwszeństwa wykładni ścisłej w sprawach represyjnych i zakazu retroakcji.

Mając przy tym na uwadze, że wykładnia obowiązku z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. musi odbywać się z wykorzystaniem instrumentarium wykładni językowej, oczywiste jest, że z treści przepisu z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. nie można wywodzić obowiązku, który to obowiązek nie został literalnie, bezpośrednio i wprost wyrażony w tym przepisie. Nie jest zatem w jakimkolwiek przypadku uprawnione przyjęcie tego, że z przepisu z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. wynika obowiązek, który nie został wyrażony w tym przepisie; wyłącznym bowiem źródłem tego obowiązku byłoby – co wymaga zastrzeżenia – ocenne, gdzie KNF wyraźnie wskazała na ocenny charakter tego stanowiska. Oczywiste jest, że ocenne stanowisko KNF nie stanowi i nie może w jakimkolwiek przypadku stanowić źródła prawa.

Po piąte, należy wskazać, że czysto hipotetyczne przyjęcie stanowiska, że bieżący nadzór, o którym mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., musi być efektywny stałoby w oczywistej opozycji do jednego z pryncypiów odpowiedzialności administracyjnej, jakim jest zasada określoności

deliktu administracyjnego. Warto zauważyć, że zasada określoności deliktu administracyjnego ma na celu zapewnienie jednostkom ochrony prawnej przed arbitralnością i nadużyciami ze strony organów władzy publicznej (SK 22/02) w zakresie regulowania odpowiedzialności prawnej, a więc w przypadkach, gdy przepisy przewidują możliwość nałożenia sankcji administracyjnej (P 46/07; K 7/99). Wymaga się bowiem, aby przepisy statuujące delikty administracyjne spełniały kryteria dostępności i przewidywalności, co dotyczy zarówno precyzyjnego określenia czynów zabronionych, jak i przypisanych do nich kar. Wymóg precyzji zakłada, że osoba zainteresowana, na podstawie treści odpowiedniego przepisu i w razie potrzeby jego wykładni sądowej, powinna móc jasno ustalić, jakie działania lub zaniechania mogą skutkować odpowiedzialnością prawną. Przechodząc do rozważań *stricto* poruszanych w niniejszej publikacji, należy stwierdzić, że w takiej sytuacji towarzystwo funduszy inwestycyjnych odpowiadałoby za naruszenie obowiązku, który to obowiązek nie został wyrażony w przepisach prawa powszechnie obowiązującego i jego wyłącznym źródłem jest ocenne stanowisko KNF. Z kolei naruszenie tego – mającego swoje wyłączone źródło w ocennym stanowisku KNF – obowiązku związane byłoby z odpowiedzialnością administracyjną towarzystwa z art. 228 ust. 1 u.o.f.i.

Warto – niejako na marginesie prowadzonych rozważań – wskazać, że w sprawie w której zapadł wyrok WSA w Warszawie, który to wyrok był inspiracją do napisania niniejszego artykułu, mieliśmy do czynienia z właśnie rzeczoną naruszeniem zasady określoności. Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie *explicite* bowiem wskazał, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych sprawowało nadzór nad podmiotem, któremu to podmiotowi zostało powierzone wykonywanie czynności, ale nadzór ten był nieefektywny (VI SA/Wa 8336/22), gdzie w przepisach prawa brak jest podstawy prawnej do uznania, że bieżący nadzór z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. ma być nadzorem efektywnym.

Po szóste, należy wskazać, że czysto hipotetyczne przyjęcie stanowiska, iż bieżący nadzór, o którym mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., musi być nadzorem efektywnym stałoby w oczywistej opozycji do kolejnego z pryncypiów odpowiedzialności administracyjnej, jakim jest zobiektywizowany charakter tej odpowiedzialności (VI SA/Wa 1410/11; VI SA/Wa 2442/13). Należy bowiem zauważyć, że stosowanie kar administracyjnych nie może być oparte na zasadzie odpowiedzialności czysto obiektywnej, która jest całkowicie oderwana od specyficznych okoliczności danej sprawy, w tym także od oceny winy sprawcy. Organ administracji, stosując ogólną normę prawną, powinien dostosować ją do szczególnych okoliczności konkretnego przypadku. Wymierzenie określonych sankcji administracyjnych przez organ musi być również odpowiednio uzasadnione, mając na uwadze, że są one jedynie narzędziem do realizacji celów, dla których zostały przewidziane (SK 6/12). W świetle tej koncepcji – co należy przypomnieć – podmiot, będący stroną postępowania sankcyjnego, będzie uprawniony zwolnić się od odpowiedzialności administracyjnej (II GSK 1019/19), jeżeli wykaże, że uczynił on wszystko czego można było się od niego domagać w granicach rozsądku, aby do naruszenia przepisów prawa nie doszło (P 12/01; Niżnik-Dobosz 2011, s. 135). Towarzystwo funduszy inwestycyjnych odpowiadałoby natomiast – w hipotetycznym przypadku podzielenia stanowiska KNF i WSA w War-

szawie – za zachowanie (naruszenie prawa przez podmiot, któremu powierzono wykonywanie czynności), na którego wystąpienie to towarzystwo nie miało i nie mogło mieć wpływu, a tym samym ponosiłoby odpowiedzialność administracyjną pomimo tego, że uczyniło wszystko czego można było się od niego domagać w granicach rozsądku, aby do naruszenia przepisów prawa nie doszło.

Po siódme, celowe jest zwrócenie uwagi, że stanowisko KNF zostało wydane 15 maja 2018 r., gdzie decyzje administracyjne KNF zaskarżone do WSA w Warszawie i będące przedmiotem oceny przez WSA w Warszawie w wyroku, który stanowił inspirację do napisania niniejszego artykułu, dotyczą działalności tego towarzystwa funduszy inwestycyjnych i jego współpracy z tzw. serwisem funduszy sekurytyzacyjnych, która to współpraca miała miejsce przede wszystkim przed 15 maja 2018 r. Mieliśmy w rezultacie do czynienia z retroaktywnym stosowaniem normy sankcjonującej – co samo w sobie godziło w pryncypia demokratycznego państwa prawa z uwagi na naruszenie podstawowej zasady prawa międzyczasowego, tj. zasady niedziałania prawa wstecz (*lex retro non agit*). Warto przypomnieć, że przedmiotowa zasada sprowadza się do zakazu stosowania nowo ustanowionych uregulowań do zdarzeń, które miały miejsce przed wejściem w życie tych norm, z którymi to zdarzeniami prawo nie wiązało dotąd skutków prawnych przewidzianych nowymi unormowaniami, a tym samym do nakazu stosowania do zdarzeń prawnych przepisów prawa materialnego, które to przepisy obowiązują w dacie zaistnienia danego zdarzenia prawnego (VI SA/Wa 8176/22; VI SA/Wa 2129/21; VI SA/Wa 179/21). Trafnie w tym kontekście WSA w Warszawie – w innym wyroku – przypomniał to, że: *w orzecznictwie sądowoadministracyjnym zasadnie i zgodnie wskazuje się w omawianej kwestii, iż brak jednoznacznego stanowiska ustawodawcy co do tego, jakie należy stosować przepisy do zdarzeń mających miejsce przed wejściem w życie nowych przepisów, z tym że nie oznacza istnienia „luki normatywnej”, gdyż powinna ona zostać wypełniona w drodze wykładni przez organy stosujące prawo, jednak regułą w tym zakresie nie może być automatyczne stosowanie przepisów nowej ustawy do stanów prawnych (zdarzeń) mających miejsce przed datą wejścia w życie nowej ustawy. Kwestia przyznania pierwszeństwa zasadzie dalszego działania przepisów dotychczasowych, czy też zasadzie bezpośredniego działania ustawy nowej, musi każdorazowo wynikać z konkretnej sprawy i charakteru przepisów podlegających zmianie; należy brać także pod uwagę skutki, jakie może wywołać przyjęcie jednej lub drugiej zasady (por. uchwała składu siedmiu sędziów NSA z dnia 10 kwietnia 2006 r., sygn. akt I OPS 1/06, ONSAiWSA z 2006 nr 3, poz. 71) (VI SA/Wa 8176/22).*

Po ósme wreszcie, należy wskazać, że czysto hipotetyczne przyjęcie stanowiska, iż bieżący nadzór, o którym mowa w art. 45a ust. 4a u.o.f.i., musi być nadzorem efektywnym, stałoby w oczywistej opozycji do kolejnego z pryncypiów odpowiedzialności administracyjnej, jakim jest indywidualny charakter odpowiedzialności administracyjnej. W tej czysto hipotetycznej sytuacji towarzystwo funduszy inwestycyjnych ponosiłoby bowiem odpowiedzialność administracyjną za działanie podmiotu trzeciego, na które to działania towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie miało i nie mogło mieć jakiegokolwiek wpływu, gdzie – raz jeszcze wypada podkreślić – towarzy-

stwo funduszy inwestycyjnych jest wyposażone wyłącznie w instrumentarium nadzoru prawa prywatnego (bez władztwa administracyjnego) i nie jest wyposażone w instrumentarium prawa administracyjnego (tj. instrumenty nadzorcze oparte na władztwie administracyjnym).

Powyższe prowadzi do sformułowania konstatacji, że z treści przepisu z art. 45a ust. 4a w związku z art. 45a ust. 4 pkt 7 u.o.f.i. nie można w jakimkolwiek przypadku wywodzić tego, że bieżący nadzór, o którym jest mowa w tym przepisie, ma być nadzorem efektywnym. Takie stanowisko stoi bowiem w opozycji tak do pryncypiów dokonywania wykładni przepisów prawa, jak i do pryncypiów, na których rozpostarta jest konstrukcja odpowiedzialności administracyjnej. Należy tu wskazać, że wyłącznym „argumentem” przemawiającym za przyjęciem stanowiska, iż bieżący nadzór z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. ma być efektywny, jest czysto „ocenne” stanowisko KNF, w którym to KNF bezpośrednio i wprost zastrzegła, że jest to wyłącznie ocena UKNF i w którymkolwiek miejscu nie wskazała, że stanowisko to jest referencją do przepisów prawa powszechnie obowiązującego.

Należy podkreślić, że stanowisko to – tj. tak stanowisko KNF z 15 maja 2018 r., jak i decyzje administracyjne KNF, które to decyzje były skarżone do WSA w Warszawie, jak i wreszcie stanowisko WSA w Warszawie wyrażone w wyroku z 18 kwietnia 2024 r. – jest szczególnie szkodliwe dla praktyki obrotu. Hipotetyczne podzielenie i ugruntowanie się tego stanowiska w praktyce będzie implikowało to, że instytucja finansowa powierzająca – w drodze umowy outsourcingu – wykonywanie czynności do podmiotu trzeciego będzie ponosić pełną odpowiedzialność administracyjną za działanie tego podmiotu, co będzie odbywało się w modelu tzw. odpowiedzialności zastępczej i z naruszeniem wyżej powołanych pryncypiów odpowiedzialności administracyjnej.

PODSUMOWANIE

Stanowisko – wyrażone pierwotnie przez KNF, a następnie przyjęte przez WSA w Warszawie – z wyroku WSA w Warszawie z dnia 18 kwietnia 2024 r. jest – jak się wydaje – szczególnie groźne dla praktyki funkcjonowania instytucji finansowych i dokonywania przez nie outsourcingu czynności do podmiotów trzecich. Czysto hipotetyczne podzielenie tego stanowiska i tym samym przyjęcie tego, że nadzór sprawowany przez instytucję finansową, która jest tzw. outsourcerem, nad działalnością tzw. insourcera, musi być nadzorem efektywnym będzie indukować wiele negatywnych skutków prawnych, które to – w przypadku ich zmaterializowania – mogą implikować wręcz niechęć instytucji finansowych do powierzania wykonywania czynności do podmiotów trzecich; takie powierzenie byłoby bowiem związane ze zbyt dużym ryzykiem odpowiedzialności administracyjnej dla tej instytucji finansowej.

Można bowiem sobie wyobrazić, że tzw. insourcer dopuści się naruszenia prawa, na które to naruszenie instytucja finansowa – pomimo sprawowania nad jego działalnością bieżącego nadzoru – nie miała, i nie mogła mieć, jakiegokolwiek wpływu i któremu to naruszeniu instytucja finansowa – pomimo sprawowania bieżącego nadzoru i zachowania w tym zakresie zawodowej staranności – nie mogła w jakimkolwiek przypadku zapobiec. W takiej sytuacji takie naruszenie

prawa, którego – co wymaga podkreślenia – dopuścić się tzw. insourcer i na które to naruszenie tzw. outsourcer – pomimo sprawowania bieżącego nadzoru nad działalnością insourcera i zachowania zawodowej staranności – nie miał i nie mógł mieć jakiegokolwiek wpływu i nie mógł mu zapobiec, zostanie potraktowane przez KNF jako delikt administracyjny instytucji finansowej (outsourcea) i będzie implikowało odpowiedzialność administracyjną tej instytucji finansowej. W takim przypadku będziemy mieli do czynienia z odpowiedzialnością administracyjną instytucji finansowej, która to odpowiedzialność administracyjna będzie stała w oczywistej opozycji – jak wskazano powyżej – do pryncypiów dokonywania wykładni przepisów prawa materialnego, które to przepisy stanowią podstawę prawną do zastosowania przez KNF środków nadzoru następczego, jak również w oczywistej opozycji do pryncypiów odpowiedzialności administracyjnej. Takie działanie KNF byłoby zaś oczywistym naruszenie fundamentów, na których rozpostarta jest konstrukcja demokratycznego państwa prawnego.

Należy podkreślić, że powyższe zagrożenie jest tym bardziej poważne, iż artykuł nie powstał na podstawie czysto doktrynalnej wykładni przepisu z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. i stanowisko sformułowane w piśmiennictwie, ale na podstawie nieprawomocnego wyroku WSA w Warszawie z 18 kwietnia 2024 r., w którym WSA w Warszawie uznał za prawidłowe działanie KNF, gdzie KNF zastosowała taką właśnie prawotwórczą wykładnię przepisu z art. 45a ust. 4a u.o.f.i. i przyjęła, że bieżący nadzór ma być nadzorem efektywnym. Konkludując rozważania wyrażę nadzieję, że powyższe zostanie dostrzeżone przez Naczelny Sąd Administracyjny, który skorzysta w powołanej sprawie ze swoich kompetencji kasacyjnych i wyeliminuje to – niezwykle groźne dla funkcjonowania instytucji finansowych i przede wszystkim – w ocenie Autora – nieznajdujące dostatecznego oparcia w wykładni językowej i zasadach stosowania przepisów sankcyjnych stanowisko KNF i WSA w Warszawie.

BIBLIOGRAFIA

Literatura

- Boć J. (1994), *Prawo administracyjne*, J. Boć (red.), Wrocław.
- Chetmoński A. (2005), [w:] A. Borkowski, A. Chetmoński, M. Guziński, K. Kiczka, L. Kieres, T. Kocowski, *Administracyjne prawo gospodarcze*, Wrocław.
- Dumkiewicz M. (2018), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1–157*, A. Kidyba (red.), art. 45(a), Lex/el, Warszawa.
- Ferran E., Howell E., Steffek F. (2023), *Principles of Corporate Finance Law*, 3rd Edition, Oxford University Press, Oxford.
- Fuchs B. (2018), *Komentarz do art. 353¹ k.c. [w:] Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna (art. 353–534)*, M. Fras, M. Habdas (red.), Warszawa.
- Gajek Ł. (2019), *Kary pieniężne w ustawie o radiofonii i telewizji – analiza krytyczna*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny”, nr 3(8).

Krawczyk A. (2019), *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, W. Chróścielewski, Z. Kmieciak (red.), komentarz do art. 189b, pkt 3, Lex/el, Warszawa.

Moloney N. (2014), *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford.

Morawski L. (1997), *Zasady wykładni prawa*, Toruń.

Mroczkowski R. (2011), *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa.

Niżnik-Dobosz I. (2011), *Aksjologia sankcji w prawie administracyjnym*, [w:] *Sankcje administracyjne*, M. Stahl, R. Lewicka, M. Lewicki (red.), Warszawa.

Nowicki D. K., Peszkowski S. (2015), *Kilka uwag o szczególnym charakterze administracyjnych kar pieniężnych*, [w:] *Administracyjne kary pieniężne w demokratycznym państwie prawa. Biuro Rzecznika Praw Obywatelskich*, M. Błachucki (red.), Warszawa.

Rodzinkiewicz M., Sarkowicz J. (2023), *Komentarz do art. 45a ustawy o funduszach inwestycyjnych*, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, P. Dybiński (red.) (red. serii: K. Osajda), Warszawa.

Sobczak J. (2021), *Swoboda działalności gospodarczej. Próba oceny polskich regulacji prawnych*, J. Glumińska-Pawlic, B. Przywora (red.), Warszawa.

Sowiński R. (2007), *Wolność i ustawowa swoboda działalności gospodarczej*, Wrocław.

Starościak J. (1964), *Elementy nauki administracji*, Warszawa.

Szydło M. (2005), *Swoboda działalności gospodarczej*, Warszawa.

Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego

Wyrok TK z dnia 11.01.2000 r., sygnatura: K 7/99, OTK ZU 2000, nr 1, poz. 2

Wyrok TK z dnia 4.07.2002 r., sygnatura: P 12/01, OTK-A 2002, nr 4, poz. 50

Wyrok TK z dnia 26.11.2003 r., sygnatura: SK 22/02, OTK ZU 2003, nr 9A, poz. 97

Wyrok TK z dnia 5.05.2004, sygnatura: P 2/03; LEX

Wyrok TK z dnia 09.10.2007 r., sygnatura: SK 70/06, Legalis

Wyrok TK z dnia 22.09.2009 r., sygnatura: P 46/07, OTK ZU 2009, nr 8A, poz. 126

Wyrok TK z dnia 18.07.2013 r., sygnatura: SK 18/09, Legalis

Wyrok TK z dnia 1.07.2014 r., sygnatura: SK 6/12, Legalis

Orzecznictwo sądów administracyjnych

Wyrok NSA z dnia 30 marca 2004 r., sygnatura: GSK 31/04; CBOSA

Wyrok NSA z dnia 01 czerwca 2004 r., sygnatura: GSK 30/04; CBOSA

Wyrok NSA z dnia 27 maja 2005 r., sygnatura: II GSK 972/08; CBOSA

Wyrok NSA z dnia 6 marca 2014 r., sygnatura: I OSK 653/13; Legalis

Wyrok NSA z dnia 18 kwietnia 2019 r., sygnatura: I OSK 1750/17; Legalis

Wyrok NSA z dnia 22 listopada 2019 r., sygnatura: II GSK 1019/19; CBOSA; Wyrok WSA w Warszawie z dnia 26 października 2011 r., sygnatura: VI SA/Wa 1410/11; CBOSA

Wyrok WSA w Warszawie z dnia 4 grudnia 2012 r., sygnatura: VI SA/Wa 1957/12; Legalis

Wyrok WSA w Warszawie z dnia 20 listopada 2013 r., sygnatura: VI SA/Wa 2442/13; CBOSA

Wyrok WSA w Warszawie z dnia 21 września 2017 r., sygnatura: IV SA/Wa 1300/17, CBOSA

Wyrok WSA w Olsztynie z dnia 09 lipca 2020 r., sygnatura: II SA/Ol 293/20; CBOSA

Wyrok WSA w Warszawie z dnia 27 października 2020 r., sygnatura: VI SA/Wa 42/20, CBOSA

Wyrok WSA w Warszawie z dnia 15 lipca 2021 r., sygnatura: VI SA/Wa 179/21; CBOSA

Wyrok WSA w Łodzi z dnia 23 lipca 2021 r., sygnatura: II SA/Łd 203/21; LEX

Wyrok WSA w Warszawie z dnia 04 stycznia 2022 r., sygnatura: VI SA/Wa 2129/21; CBOSA

Wyrok WSA w Warszawie z dnia 22 sierpnia 2023 r.; sygnatura: VI SA/Wa 8176/22; Legalis

Wyrok WSA w Warszawie z dnia 18 kwietnia 2024 r., sygnatura: VI SA/Wa 8336/22; VI SA/Wa 8336/22 – Wyrok WSA w Warszawie z 2024-04-18 (nsa.gov.pl) (dostęp: 29.12.2025)

Orzecznictwo sądów powszechnych

Wyrok SA w Gdańsku z dnia 18 listopada 2015 r., sygnatura: III AUa 940/15, LEX

Wyrok SA w Szczecinie z dnia 19 marca 2020 r., sygnatura: III AUa 580/19, LEX

Wyrok SA w Szczecinie z dnia 29 kwietnia 2021 r., sygnatura: III AUa 15/21, LEX

Wyrok SN z dnia 10 czerwca 1999 r., sygnatura: II UKN 685/98, OSN 2001, Nr 17, poz. 655

Wyrok SN z dnia 25 czerwca 2007 r., sygnatura: II UK 236/06, OSNP 15-16/2008/233

Wyrok SN z dnia 20 marca 2014 r., sygnatura: II CSK 290/13, OSNC 2015/4, poz. 43

Wyrok SN z dnia 24 września 2014 r., sygnatura: III SK 59/13, Legalis nr 1079955

Uchwała SN z dnia 21 stycznia 2016 r., sygnatura: III SZP 4/15, Legalis

Wyrok SN z dnia 6 października 2016 r., sygnatura: III SK 51/15, Legalis

Postanowienie SN z dnia 26 października 2016 r., sygnatura: III SK 75/15, Legalis

Sąd Ochrony Konkurencji i Konsumentów

Wyrok SOKiK z dnia 15 kwietnia 2019 r., XVII AmE 92/17, Legalis nr 2252765

Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zlecenia przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzania portfelami inwestycyjnymi funduszy inwestycyjnych zamkniętych Stanowisko_UKNF_w_sprawie_przekazania_zarządzania_portfelami_funduszy_61766.pdf (dostęp: 29.12.2025)

DOI: 10.26354/bb.4.2.103.2026

Krzysztof Iwanicki*

ORCID: 0000-0002-3322-2756

krzysztof.iwanicki@oirp.warszawa.pl

Uczenie maszynowe w procesie walidacji modeli IRB. Regulacyjne aspekty wykorzystania z perspektywy stanowisk EBA, ECB i KNF

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest określenie zakresu dopuszczalnego wykorzystania uczenia maszynowego w procesie walidacji modeli stosowanych w metodzie wewnętrznych ratingów (IRB). Po wyjaśnieniu istoty modeli IRB i procesu ich walidacji scharakteryzowano regulacyjne aspekty wykorzystania uczenia maszynowego w tym procesie, ze szczególnym uwzględnieniem tworzenia modeli konkurujących. Omówiono też ryzyka i ograniczenia związane z wykorzystaniem modeli uczenia maszynowego, w tym możliwość pogorszenia ich mocy predykcyjnej wskutek dryfu pojęcia oraz dryfu danych. Kolejno przedmiotem rozważań jest znaczenie wyjaśnialności w procesie walidacji. W konkluzji stwierdza się, że z obowiązujących regulacji wynika dopuszczalność wykorzystania uczenia maszynowego jako jednego z narzędzi stosowanych w procesie walidacji modeli IRB. Jednocześnie obecny stan wiedzy z zakresu informatyki nie daje podstaw do przyjęcia, że uczenie maszynowe może samodzielnie zapewnić realizację wszystkich celów walidacji. W konsekwencji wykorzystanie uczenia maszynowego nie może stanowić funkcjonalnego substytutu procesu walidacji.

Słowa kluczowe: modele IRB, walidacja modeli IRB, uczenie maszynowe, ryzyko modelu, wyjaśnialna sztuczna inteligencja (XAI)

Kody JEL: G21, G28, C52, C45, C53

* Krzysztof Iwanicki – Okręgowa Izba Radców Prawnych w Warszawie.

MACHINE LEARNING IN THE VALIDATION OF IRB MODELS: REGULATORY ASPECTS OF ITS USE IN THE LIGHT OF THE POSITIONS OF THE EBA, ECB AND KNF

ABSTRACT

The aim of the article is to define the scope of acceptable use of machine learning in the process of validating models used in the internal ratings-based (IRB) approach. After clarifying the essence of IRB models and their validation process, the regulatory aspects of using machine learning in this process are described, with particular attention to the creation of competing models. The risks and limitations associated with using machine learning models are also discussed, including the possibility of reduced predictive power due to concept drift and data drift. The discussion also focuses on the importance of explainability in the validation process. In conclusion, it is stated that current regulations allow the use of machine learning as one of the tools in the IRB model validation process. At the same time, the current state of knowledge in computer science does not provide a basis for assuming that machine learning alone can fully achieve all validation goals. As a result, using machine learning can't really replace the validation process.

Keywords: IRB models, IRB model validation, machine learning, model risk, explainable artificial intelligence (XAI)

JEL Codes: G21, G28, C52, C45, C53

1. MODELE IRB

Ryzyko nieodłącznie towarzyszy działalności bankowej. Wynika ono z pełnionej przez banki roli pośredników finansowych (Zawadzka 2001, s. 52; Matuszyk 2008, s. 13); działalność bankowa polega m.in. na podejmowaniu ryzyka i zarządzania nim (Iwanicz-Drozdowska 2024, s. 17). Ryzyko definiuje się jako: „możliwość nieosiągnięcia zamierzonego celu (efektu), czyli odchylenie *in minus* od stanu pożądanego (negatywne podejście do ryzyka) lub też każde odchylenie (zarówno *in plus*, jak i *in minus*) od zamierzonego celu (podejście neutralne)” (Iwanicz-Drozdowska, Chmielewski 2024, s. 43), albo jako zobiektywizowaną niepewność, opartą na mierzalnych przesłankach, co odróżnia je od niepewności (Niedziółka 2018, s. 305–306). Na potrzeby niniejszego opracowania przyjęto pierwszą definicję.

W ramach ryzyka bankowego wyodrębnia się ryzyko kredytowe. W literaturze przedmiotu wyróżnia się wąskie i szerokie ujęcie tej kategorii. W wąskim ujęciu znaczy ono: „niebezpieczeństwo niespłacenia przez dłużnika banku [...] zaciągniętego kredytu wraz z odsetkami i prowizjami” (Matuszyk, Ptak-Chmielewska 2024, s. 67), zaś w ujęciu szerokim: „ryzyko niewywiązywania się ze swoich zobowiązań partnera transakcji wobec banku i dotyczy kredytów, gwarancji, poręczeń, akceptów bankowych, akredytyw, lokat międzybankowych, instrumentów dłużnych –

pozagiełdowych instrumentów pochodnych” (Matuszyk, Ptak-Chmielewska 2024, s. 67–68). Dalsze analizy oparto na pierwszym ujęciu.

Jednym z podstawowych elementów zarządzania indywidualnym ryzykiem kredytowym jest dokonywanie oceny zdolności kredytowej, czyli: *„zdolności do terminowego i kompletnego wypełniania zobowiązań oraz warunków umowy kredytowej”* (Wiatr 2008, s. 77). Ocena ta jest dokonywana m.in. poprzez wykorzystanie modeli, które upraszczają rzeczywistość: *„poprzez użycie metod ilościowych oraz eksperckich”* (Komisja Nadzoru Finansowego 2024, s. 13).

Pomiar ryzyka kredytowego, w tym obliczanie kwot ekspozycji ważonych ryzykiem, może odbywać się z wykorzystaniem bądź podejścia standardowego, którego reguły są określone przez przepisy i nadzorcę, bądź metody IRB (ang. *Internal Ratings-Based*), to jest metody wewnętrznych ratingów, która opiera się na założeniu, że: *„bank jest w stanie sam odpowiednio precyzyjnie ocenić rozmiary podejmowanego ryzyka kredytowego. Istotą podejścia IRB jest możliwość wykorzystania wewnętrznie oszacowanych parametrów ryzyka”* (Schab 2005, s. 93). Podstawą prawną posługiwania się metodą IRB jest art. 143 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 176, str. 1 z późn. zm.), dalej „CRR”, zgodnie z którym właściwy organ zezwala instytucjom na obliczanie kwot ekspozycji ważonych ryzykiem przy wykorzystaniu metody IRB po spełnieniu określonych warunków.

2. WALIDACJA MODELI IRB

Stosowanie IRB jest związane z obowiązkiem walidacji, czyli dokonywania *„oceny skuteczności działania modelu”* (Komisja Nadzoru Finansowego 2015, s. 8).

ECB wskazuje, że zadaniem walidacji jest: *„sformułować opinię, czy finalny system ratingowy [...] spełnia wymagania regulacyjne”* (European Central Bank 2023, s. 15)¹ oraz: *„zapewnić skuteczny challenge adekwatności działania modelu i odpowiedności systemu ratingowego”* (European Central Bank 2023 s. 16)². Z kolei KNF wskazuje, że: *„podstawowym celem walidacji modeli [...] jest redukcja poziomu ryzyka modeli poprzez: weryfikację poprawności i ocenę skuteczności działania modelu oraz sposobu jego funkcjonowania, identyfikację obszarów, w których można wprowadzić uzasadnione udoskonalenia dotyczące zarówno w sposób bezpośredni samego modelu, jak i procesu jego stosowania, formułowanie odpowiednich zaleceń i nadawanie im odpowiedniej priorytetyzacji, weryfikację jakości realizacji sformułowanych zaleceń, promowanie wysokich standardów zarządzania modelami”* (Komisja Nadzoru Finansowego 2015, s. 39).

¹ Przekład własny, w oryginale: *„form an opinion on whether the final rating system [...] meets the regulatory requirements”* (European Central Bank 2023, s. 15).

² Przekład własny, w oryginale: *„ensuring an effective challenge for the adequate model performance and appropriateness of the rating system”* (European Central Bank 2023, s. 16).

ECB podaje, że w procesie walidacji wykorzystuje się między innymi dwa rodzaje prób. Pierwszą jest „próba metryk efektywności” (ang. *performance metric samples*), która polega na takim przetestowaniu modelu, aby: „dłużnicy lub transakcje były przypisywane do klas lub puli, a metryki empiryczne (przykładowo niewykonanie zobowiązania) były obserwowane, w zakresie, w jakim jest to możliwe, do oceny podstawowej efektywności modelu” (European Central Bank 2023, s. 66)³. Drugą jest „próba testowego zastosowania” (ang. *application test samples*), która polega na tym, aby: „dłużników lub transakcje przypisać do klas lub puli w sytuacji, w której nie upłynęło wystarczająco dużo czasu, aby zaobserwować realizacje empiryczne potrzebne do oceny modelu” (European Central Bank 2023, s. 66)⁴. W praktyce próba ta polega na przetestowaniu modelu opartego na aktualnych ekspozycjach, które nie są jeszcze wymagalne.

3. WPROWADZENIE DO WYKORZYSTANIA UCZENIA MASZYNOWEGO

Możliwość wykorzystania uczenia maszynowego w procesie walidacji modeli IRB była wskazywana w dokumentach EBA co najmniej od 2021 r. W tym okresie EBA rozpoczęła konsultacje wśród europejskich podmiotów sektora finansowego, wydając dokument, w którym stwierdziła, że: „głównymi zidentyfikowanymi płaszczyznami wykorzystania [uczenia maszynowego są – przyp. KI] [...] walidacja modeli, gdzie uczenie maszynowe może być użyte, na przykład, jako model konkurujący lub do benchmarkingu” (European Banking Authority 2021, s. 13)⁵. W analizowanym okresie wykorzystanie uczenia maszynowego w szerokim odniesieniu do modeli IRB było traktowane z ostrożnością (European Banking Authority 2021, s. 10), a: „instytucje podjęły decyzję o odejściu od użycia uczenia maszynowego w obszarach regulowanych” (European Banking Authority 2021, s. 11)⁶.

Istnieje różnica między oparciem modelu IRB na uczeniu maszynowym a wykorzystaniem uczenia maszynowego do walidacji modelu IRB nieopartego na uczeniu maszynowym. Różnica ta jest istotna, choć nie zawsze wyartykułowana *expressis verbis*. Dlatego wyprowadzenie tezy z danego źródła wymaga wpierv zbadania, w jakim zakresie źródło odnosi się do pierwszego ujęcia, a w jakim do drugiego. Przykładowo, publikacja ECB pod tytułem „Przewodnik po modelach wewnętrznych” analizom w zakresie wykorzystania uczenia maszynowego w odniesieniu do modeli wewnętrznych poświęca cały rozdział, jednakże analizy te odnoszą się do modeli wewnętrznych opartych na uczeniu maszynowym (European Central Bank 2025, s. 15–26), toteż użyteczność tego źródła dla niniejszego opracowania jest ograniczona.

³ Przekład własny, w oryginale: *obligors or facilities are assigned to grades or pools and the empirical metrics (e.g. defaults) can be observed to assess the core model performance* (European Central Bank 2023, s. 66).

⁴ Przekład własny, w oryginale: *„obligors or facilities are assigned to grades or pools, but there has not been enough time to observe the empirical realisations to assess the model”* (European Central Bank 2023, s. 66).

⁵ Przekład własny, w oryginale: *„The identified main areas of use are: [...] Model validation, where ML models can be used, for example, as model challengers or for benchmarking”* (European Banking Authority 2021, s. 13).

⁶ Przekład własny, w oryginale: *„institutions have made the strategic decision to move away from using ML in regulatory areas”* (European Banking Authority 2021, s. 11).

EBA w dokumencie rozpoczynającym konsultacje skonkretyzowała zasadnicze obszary wykorzystania uczenia maszynowego, wskazując na: (a) różnicowanie ryzyka, (b) kwantyfikację ryzyka, (c) walidację modeli. Pozostałe obszary dodatkowo skategoryzowała zbiorczym punktem „pozostałych obszarów”. Pamiętając o uwagach nakreślonych w akapicie poprzedzającym, należy stwierdzić, że obszary (a) i (b) odnoszą się do wykorzystania uczenia maszynowego w modelu (model IRB oparty na uczeniu maszynowym), a z kolei obszar (c) odnosi się do jego wykorzystania w procesie walidacji (model IRB niekoniecznie musi być oparty na uczeniu maszynowym).

W raporcie podsumowującym konsultacje nie sformułowano obszarów daleko odbiegających od wskazanych na wstępie; w odniesieniu do walidacji doprecyzowano, że: „*uczenie maszynowe może być wykorzystywane [...] do celów walidacji wewnętrznej*” (European Banking Authority 2023, s. 20)⁷, oraz, że uczenie maszynowe można wykorzystać, aby: „*budować modele challenger [...] oraz prowadzić benchmarking w walidacji początkowej i bieżącej*” (European Banking Authority 2023, s. 7)⁸, czy też w zakresie badania generalizacji: „*z wykorzystaniem prób danych out-of-sample i out-of-time*” (European Banking Authority 2023, s. 8)⁹.

4. DOPUSZCZALNOŚĆ WYKORZYSTANIA UCZENIA MASZYNOWEGO

Przepisy nie ustanawiają zamkniętego katalogu technik, które mogą być wykorzystane w procesie walidacji. Art. 185 lit. c CRR postępuje się szerokim pojęciem „innych narzędzi walidacji”, które ma charakter otwarty. Analogiczne podejście przyjęto w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2022/439 z dnia 20 października 2021 r. *uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących określenia metodyki oceny, którą właściwe organy mają stosować podczas oceny spełniania przez instytucje kredytowe i firmy inwestycyjne wymogów stosowania metody wewnętrznych ratingów* (Dz. U. UE. L. z 2022 r. Nr 90, str. 1), dalej „rozporządzenie 2022/439”, w którym przepis art. 12 lit. b, odnoszący się między innymi do adekwatności metod walidacji, wskazuje, że: „*metody [...] walidacji są odpowiednie do charakteru, stopnia złożoności i zakresu stosowania systemów ratingowych instytucji oraz dostępności danych*”. Ten przepis również ma charakter otwarty.

⁷ Przekład własny, w oryginale: „*ML might be used [...] for internal validation purposes*” (European Banking Authority 2023, s. 20).

⁸ Przekład własny, w oryginale: „*develop challenger models [...] and for benchmarking purposes in the initial as well as ongoing validation*” (European Banking Authority 2023, s. 7).

⁹ Przekład własny, w oryginale: „*using out-of-sample and out-of-time data sample*” (European Banking Authority 2023, s. 8).

Taka wykładnia jest zgodna ze stanowiskiem ECB, który: „oczekuje, że zostaną zastosowane wszystkie odpowiednie techniki walidacji” (European Central Bank 2023, s. 23–24)¹⁰. Co więcej, stanowisko ECB idzie przy tym dalej i oczekuje, że: „instytucje będą poszukiwać najnowocześniejszych technik walidacji” (European Central Bank 2023, s. 25)¹¹.

5. WYKORZYSTANIE UCZENIA MASZYNOWEGO PRZY TWORZENIU MODELI KONKURUJĄCYCH

Modele IRB, które są walidowane między innymi z wykorzystaniem próby metryk efektywności, opierają się na danych historycznych. Dane te, nawet jeżeli ich prawdziwość jest niekwestionowana, mogą nie odzwierciedlać aktualnych warunków, które mogły się zmienić wskutek zmiany uwarunkowań rynkowych (przemian ekonomicznych, nowelizacji otoczenia regulacyjnego, redefiniowania polityki kredytowej kredytodawcy, zmian w zachowaniu kredytobiorców, etc.). Narzędziami pozwalającymi identyfikować ten stan rzeczy są modele konkurujące (ang. *challenger models*). Porównanie wyników walidowanego modelu IRB z wynikami modelu konkurującego pozwala ocenić, czy model IRB podlegający walidacji adekwatnie odwzorowuje zależności występujące w bieżącym portfelu. Jeżeli model konkurujący osiąga lepsze wyniki w zakresie trafności predykcji, może to świadczyć o tym, że walidowany model IRB nie przystaje do obecnych uwarunkowań rynkowych. W tych okolicznościach model konkurujący nie zastępuje modelu IRB, lecz pełni funkcję benchmarku.

Jak wskazuje KNF: „metody uczenia maszynowego odznaczają się wyższą (najczęściej zaawansowaną) siłą dyskryminacyjną od standardowej metody regresji logistycznej” (Komisja Nadzoru Finansowego 2024, s. 70), co przemawia za ich użytecznością, tym bardziej, że: „uczenie maszynowe ma charakter bardziej empiryczny [...] w tym uwzględnia interakcje wyższego rzędu, które nie są z góry określone” (Komisja Nadzoru Finansowego 2026, s. 62). Jak wynika z konsultacji przeprowadzonych przez ECB, uczenie maszynowe przede wszystkim było wykorzystywane do opracowywania modeli obliczających PD; do obliczania LGD, EAD, ELBE i CCF wykorzystywano je rzadziej (European Central Bank 2023, s. 6).

6. WYKORZYSTANIE UCZENIA MASZYNOWEGO W OBSZARZE ZARZĄDZANIA DANYMI

Drugim obszarem wykorzystania uczenia maszynowego jest wsparcie analizy jakości danych. W poprzednim rozdziale założono, że dane statystyczne są prawdziwe, w niniejszym zakłada się, że zawierają błędy charakterystyczne dla baz statystycznych.

¹⁰ Przekład własny, w oryginale: „all relevant validation techniques are expected to be used” (European Central Bank 2023 s. 23–24).

¹¹ Przekład własny, w oryginale: „institutions are expected to seek for state-of-the art validation techniques” (European Central Bank 2023, s. 25).

Jak wynika z rekomendacji W: „[w] odniesieniu do każdego ze stosowanych modeli istotnych bank powinien oceniać ewentualne narażenie modelu na [...] ryzyko danych wynikające z [...] niskiej jakości danych wejściowych; wadliwości procesów pozyskiwania, przetwarzania, agregowania i składowania danych; niewystarczającej liczebności próby; nieadekwatnej długości szeregów czasowych; nieodpowiedniej częstotliwości zasilania modelu danymi; niewystarczalności dostępnego zakresu danych w kontekście opisu przebiegu” (Komisja Nadzoru Finansowego 2015, s. 24).

Jak wskazuje KNF: „zastosowanie technik uczenia maszynowego [...] umożliwia efektywne wykorzystanie nie zawsze ustrukturyzowanych danych pochodzących z różnych, czasami niekonwencjonalnych, źródeł” (Komisja Nadzoru Finansowego 2026, s. 63). Jednocześnie KNF wskazuje w tym samym dokumencie na związane z tym ryzyko, bowiem: „niezbilansowane zestawy danych [...] W takich sytuacjach modele uczenia maszynowego mogą działać niepoprawnie” (Komisja Nadzoru Finansowego 2026, s. 70–71).

7. RYZYKO NIEWYJAŚNIALNOŚCI

Zgodnie z art. 175 ust. 4 CRR: „jeżeli instytucja korzysta z modeli statystycznych w ramach procesu ratingu, dokumentuje ona stosowane w tym względzie metody. Dokumentacja ta: (a) zawiera szczegółowy opis teorii, założeń oraz podstaw matematycznych i empirycznych”. W niektórych przypadkach wymagane jest dodatkowe spełnienie wymogu wynikającego z art. 3 ust. 1 lit. d rozporządzenia 2022/439, który stanowi, że dokumentacja systemów ratingowych musi zezwalać: „osobom trzecim na zbadanie i potwierdzenie funkcjonowania systemów ratingowych oraz, w szczególności, na zbadanie i potwierdzenie, że: [...] (i) dokumentacja konstrukcji systemu ratingowego jest wystarczająco szczegółowa, by umożliwić osobie trzeciej zrozumienie rozumowania stojącego za wszystkimi aspektami systemu ratingowego”. W tym kontekście rodzi się pytanie, czy walidacja dokonana z użyciem uczenia maszynowego będzie spełniać powyższy wymóg (w dalszej części opracowania nazwany będzie skrótowo jako „wymóg wystarczającej szczegółowości”).

Nie sposób ustalić, czy uczenie maszynowe: „umożliwia zrozumienie rozumowania stojącego za wszystkimi aspektami systemu ratingowego” bez odwołania się do nauk informatycznych. Jak wskazuje Ch. Molnar, modele wyjaśnialne mogą być zrozumiane jedynie z wykorzystaniem dodatkowych technik, podczas gdy do zrozumienia modeli interpretowalnych wystarczające jest jedynie poznanie ich budowy. Przyjmując tę perspektywę pojęcie interpretowalności, należy rozumieć jako stopień, w jakim człowiek może zrozumieć powody, dla których dany system wygenerował dany wynik; alternatywnie interpretowalność można jako stopień, w jakim człowiek może przewidzieć wynik (Molnar 2019, s. 15). Systemy uczenia maszynowego można sklasyfikować według stopnia ich interpretowalności, poczynwszy od tych z niską interpretowalnością, skończywszy na tych wysoce interpretowalnych. Jak trafnie zauważa M. Krzysztofi: „w przypadku systemów trudniejszych w interpretacji, gdy wymagane jest zrozumienie sposobu

ich działania, konieczne jest wykorzystanie dodatkowych narzędzi z obszaru XAI (ang. explainable AI). Standardowym podejściem jest wyjaśnialność post hoc, tj. po wytrenowaniu modelu” (Krzysztoń 2023, s. 52).

Warto rozważyć, czy wskazany powyżej wymóg prawny, dotyczący możliwości: „rozumienia rozumowania stojącego za wszystkimi aspektami systemu ratingowego” należy utożsamiać z interpretowalnością, czy z wyjaśnialnością. Rozważyć także należy, czy i pod jakimi warunkami wyjaśnienie uzyskane z pomocą narzędzi XAI spełni wymóg wystarczającej szczegółowości. W analizowanych dokumentach EBA, ECB i KNF kwestia ta nie została rozstrzygnięta. Tytułem przykładu można przywołać stanowisko KNF, zgodnie z którym: „*model jest możliwy do wyjaśnienia, jeśli jego wewnętrzne działanie może być zrozumiane przez ludzi albo kiedy możliwe jest uzasadnienie wyniku modelu*” (Komisja Nadzoru Finansowego 2026, s. 72), to jednak *explicite* nie precyzuje, czy „uzasadnienie wyniku modelu”, w rozumieniu stanowiska zaprezentowanego w publikacji wydanej nakładem UKNF, może polegać na przedstawieniu wyjaśnienia wygenerowanego przez narzędzie XAI ani jakie wymagania takie wyjaśnienie musiałoby spełniać¹².

W tym jednak miejscu w ślad za EBA warto zwrócić uwagę, że przy tworzeniu systemów opartych na uczeniu maszynowym należy: „*uniknąć niepotrzebnej złożoności [...], jeśli nie uzasadnia jej istotna poprawa zdolności predykcyjnych*” (European Banking Authority 2023, s. 21), aby nie utrudniać badania wyjaśnialności tych systemów.

8. RYZYKO POGORSZENIA ZDOLNOŚCI PREDYKCYJNEJ

W literaturze szeroko traktuje się o ryzykach wykorzystania uczenia maszynowego, skutkujących zdegradowaniem systemu (Szostek i in. 2023, s. 25). Jednak część podatności na degradację zdaje się nie występować w systemach wykorzystywanych w procesie walidacji modeli IRB. Wynika to między innymi z tego, że systemy te nie jawią się jako atrakcyjne dla potencjalnych atakujących. Mają one bowiem charakter pośredni i nie oddziałują bezpośrednio na decyzję kredytową, dlatego nie dają w zasadzie atakującemu sposobności monetyzacji swojej działalności. Jednakże ryzyka związane z atakami stanowią odrębny problem, a z uwagi na zakres niniejszego opracowania dalsze analizy ograniczono do ryzyk wynikających z właściwości samych modeli.

Pogorszenie zdolności predykcyjnej może nastąpić bez ingerencji osób trzecich. Trafne analizy w tym zakresie przeprowadził J. Surma, który, odwołując się do definicji T. Mitchella, wskazał, że: „*system jest się w stanie uczyć z doświadczenia (ang. experience) E w kontekście realizacji zadań (ang. tasks) T i miary jakości działania (ang. performance measure) P, jeśli jego działanie w realizacji zadań T, mierzone z wykorzystaniem P, polepsza się wraz ze wzrostem doświadczenia E. W efekcie procesu uczenia się system jest w stanie generować poprawną odpowiedź*

¹² Z uwagi na ograniczenia objętości artykułu nie sposób przesądzić tych kwestii w ramach niniejszego opracowania. Zasygnalizowane w tym fragmencie problemy będą przedmiotem dalszych badań, których wyniki zostaną przedstawione w odrębnych opracowaniach.

(wyjście) dla danego obiektu na wejściu” (Surma 2023, s. 36). Sformułował on potencjalne skutki wadliwego działania takiego systemu, w tym obniżenie jakości klasyfikatora poprzez: „generowanie błędów fałszywie pozytywnych lub fałszywie negatywnych. Konsekwencją tego typu ataku jest spadek dokładności klasyfikacji, co implikuje obniżenie wiarygodności systemu (ang. confidence reduction), a nawet, w sytuacji skrajnej, rezygnację z jego użytkowania. Wynika to m.in. z faktu, że błędne klasyfikacje generują realne i potencjalne (np. związane z utratą reputacji) koszty będące konsekwencją błędnych decyzji albo ich braku” (Surma 2023, s. 36–37).

Degradacja jakości klasyfikatora może nastąpić bez ingerencji człowieka. Wśród opisywanych w literaturze przyczyn zaistnienia tego zjawiska podkreśla się dwa następujące. Po pierwsze, może nastąpić „dryf danych” (ang. *data drift*), oznaczający zmianę rozkładu danych wejściowych, która nie musi wiązać się ze zmianą zależności między danymi wejściowymi a zmienną objaśnianą (Gama i in. 2014, s. 44:4). Innymi słowy, model, który nauczył się działać na podstawie zbioru danych historycznych (choćby takich, jakie są wykorzystywane do próby efektywności metryk) nie działa równie dobrze na innym zbiorze danych. Po drugie, może zaistnieć „dryf pojęcia” (ang. *concept drift*), polegający na zmianie zależności między zmiennymi wejściowymi a zmienną objaśnianą (Gama i in. 2014, s. 44:4). W przypadku walidacji modeli IRB może oznaczać to, że oceniany parametr ma w aktualnych warunkach inne znaczenie predykcyjne aniżeli w przeszłości (przykładowo, gdy wysoka kwota kredytu historycznie mogła stanowić o wzroście prawdopodobieństwa niewykonania zobowiązania, obecnie może wynikać z podwyższonej inflacji i zmian stóp procentowych).

PODSUMOWANIE

Przeprowadzone analizy na styku dyscypliny nauk prawnych z dyscypliną nauk informatycznych doprowadziły do następujących konkluzji w przedmiocie zakresu wykorzystania uczenia maszynowego w procesie walidacji modeli IRB.

1. Z analizy przepisów CRR i rozporządzenia 2022/439, dokonanej z uwzględnieniem stanowisk EBA, ECB i KNF, wynika dopuszczalność wykorzystania uczenia maszynowego jako jednego z narzędzi stosowanych w procesie walidacji modeli IRB.
2. Obecny stan wiedzy z zakresu informatyki nie daje podstaw do przyjęcia, że wykorzystanie uczenia maszynowego może samodzielnie zapewnić realizację wszystkich celów walidacji modeli IRB. Modele uczenia maszynowego podlegają bowiem ograniczeniom oddziaływującym na wiarygodność ich wyników.
3. Zestawienie perspektywy normatywnej oraz informatycznej prowadzi do wniosku, że wykorzystanie uczenia maszynowego nie może stanowić funkcjonalnego substytutu walidacji.

Ponadto w toku przeprowadzonych analiz ujawniono nowe problemy, które pozwalają sformułować przynajmniej dwa pytania badawcze:

1. Czy, a jeżeli tak to pod jakimi warunkami wyjaśnienie uzyskane z pomocą narzędzi XAI spełni wymóg wystarczającej szczegółowości, o którym mowa w art. 3 ust. 1 lit. d rozporządzenia 2022/439?
2. Czy „uzasadnienie wyniku modelu”, w rozumieniu stanowiska UKNF, może polegać na przedstawieniu wyjaśnienia wygenerowanego przez narzędzie XAI?

Na zakończenie warto zaakcentować, że jak trafnie stanowi rekomendacja W: „*kształtując proces walidacji należy pamiętać, że nie ma jednego uniwersalnego podejścia do walidacji, które byłoby zawsze dobrze wkomponowane w specyfikę banku i gamę wykorzystywanych w nim modeli – dlatego sposób realizacji zadań wynikających z metodyki walidacji (a niekiedy wykraczających poza ściśle wyspecyfikowane ramy) powinien być każdorazowo elastycznie dostosowywany do charakterystyki modelu*” (Komisja Nadzoru Finansowego 2015, s. 40). Dlatego również zakres wykorzystania uczenia maszynowego powinien być każdorazowo określany z uwzględnieniem celów walidacji, charakterystyki modelu oraz specyfiki banku.

BIBLIOGRAFIA

European Banking Authority (2021), *Discussion Paper on Machine Learning for IRB Models*, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Discussions/2022/Discussion%2520on%2520machine%2520learning%2520for%2520IRB%2520models/1023883/Discussion%2520paper%2520on%2520machine%2520learning%2520for%2520IRB%2520models.pdf

European Banking Authority (2023), *Machine Learning for IRB Models. Follow-up Report from the Consultation on the Discussion Paper on Machine Learning for IRB Models*, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1061483/Follow-up%20report%20on%20machine%20learning%20for%20IRB%20models.pdf

European Central Bank (2023), *Supervisory Handbook on the Validation of IRB Rating Systems Under the Internal Ratings Based Approach*, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1061495/Supervisory%20handbook%20on%20the%20validation%20of%20IRB%20rating%20systems%20revised.pdf

European Central Bank (2025), *ECB guide to internal models*, https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisory_guide202507.en.pdf

Gama J., Žliobaitė I., Bifet A., Pechenizkiy M., Bouchachia A. (2014), *A Survey on Concept Drift Adaptation*, „ACM Computing Surveys”, t. 46, nr 4, <https://doi.org/10.1145/2523813>.

Iwanicz-Drozdowska M. (2024), *Wprowadzenie do zagadnień ryzyka bankowego*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, M. Iwanicz-Drozdowska (red.), Wolters Kluwer, Warszawa.

Iwanicz-Drozdowska M., Chmielewski T. (2024), *Kluczowe hasła*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, M. Iwanicz-Drozdowska (red.), Wolters Kluwer, Warszawa.

Komisja Nadzoru Finansowego (2015), *Rekomendacja W dotycząca zarządzania ryzykiem modeli w bankach*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_137749_Rekomendacja_W_42219.pdf

Komisja Nadzoru Finansowego (2024), *Zarządzanie ryzykiem modeli w zakresie działalności podmiotów sektora bankowego ze szczególnym uwzględnieniem modeli ryzyka kredytowego – podstawowe zagadnienia*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/publikacja_zarządzanie_ryzykiem_modeli_92496.pdf

Komisja Nadzoru Finansowego (2026), *Rekomendacje dla podmiotów rynku finansowego dotyczące wpływu modeli Frontier AI na cyberbezpieczeństwo*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacje_dla_podmiotow_ryнку_finansowego_dot_wplywu_modeli_Frontier_AI_na_cyberbezpieczenstwo_99167.pdf

Krzysztoń M. (2023), *Weryfikacja wiarygodności systemów w erze uczenia maszynowego*, [w:] NASK Cyberbezpieczeństwo w AI. AI w Cyberbezpieczeństwie, <https://cyberpolicy.nask.pl/wp-content/uploads/2023/09/Cyberbezpieczenstwo-AI.-AI-w-cyberbezpieczenstwie.pdf>

Matuszyk A. (2008), *Credit scoring*, CeDeWu, Warszawa.

Matuszyk A., Ptak-Chmielewska A. (2024), *Ryzyko kredytowe*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, M. Iwanicz-Drozdowska (red.), Wolters Kluwer, Warszawa.

Molnar Ch. (2019), *Interpretable Machine Learning. A Guide for Making Black Box Models Explainable*, https://originalstatic.aminer.cn/misc/pdf/Molnar-interpretable-machine-learning_compressed.pdf

Niedziółka P. (2018), *Pojęcie i rodzaje ryzyka bankowego*, [w:] *Świat bankowości*, M. Zaleska (red.), Difin, Warszawa.

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/439 z dnia 20 października 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących określenia metodyki oceny, którą właściwe organy mają stosować podczas oceny spełniania przez instytucje kredytowe i firmy inwestycyjne wymogów stosowania metody wewnętrznych ratingów, Dz.U. UE L 90 z 18.03.2022, s. 1–66.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.U. UE L 176 z 27.06.2013, s. 1–337, ze zm.

Schab I. (2005), *Ocena ryzyka kredytowego w ramach wewnętrznych systemów ratingowych – charakterystyka podejścia oraz podstawowych wymogów*, „Bezpieczny Bank”, 26(1), <https://ojs.bfg.pl/index.php/bb/article/view/641>

Surma J. (2023), *Wprowadzenie do ataków na systemy uczenia maszynowego*, [w:] *Cyberbezpieczeństwo AI. AI w cyberbezpieczeństwie*, CyberPolicy NASK, <https://cyberpolicy.nask.pl/wp-content/uploads/2023/09/Cyberbezpieczenstwo-AI.-AI-w-cyberbezpieczenstwie.pdf>

Szostek D., Kasprowski P., Kozak J., Kapczyński A., Prabucki R. (2023), *Wyzwania i zagrożenia z zakresu cyberbezpieczeństwa podczas projektowania lub wykorzystywania AI*, [w:] *Cyberbezpieczeństwo AI. AI w cyberbezpieczeństwie*, CyberPolicy NASK, <https://cyberpolicy.nask.pl/wp-content/uploads/2023/09/Cyberbezpieczenstwo-AI.-AI-w-cyberbezpieczenstwie.pdf>

Wiatr M. (2008), *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem kredytowym. Elementy systemu*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Zawadzka Z. (2001), *Ryzyko bankowe*, „Bank”, nr 6.

DOI: 10.26354/bb.5.2.103.2026

Tatiana Einbacher

ORCID: 0009-0001-5539-9528

tatiana-einbacher@wp.pl

Wymuszone pośrednictwo w bankowości cyfrowej. Bezpieczeństwo finansowe i autonomia starszych klientów banków

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest wyjaśnienie mechanizmu wymuszonego pośrednictwa w bankowości cyfrowej i jego znaczenia dla bezpieczeństwa oraz autonomii starszych klientów. Zastosowano krytyczną analizę piśmiennictwa, regulacji usług płatniczych i dostępności oraz dokumentów instytucjonalnych. Wprowadzono autorską kategorię wymuszonego pośrednictwa, pięć kryteriów jego rozpoznawania i czterostopniową gradację udziału pomocnika. Rozróżniono techniczne uwierzytelnienie, zgodę na transakcję oraz rzeczywiste sprawstwo klienta, oceniane przez pryzmat rozumienia parametrów czynności, swobody decyzji i kontroli rezultatu. Na tej podstawie sformułowano ramę koncepcyjną wspieranego korzystania z usług bankowych oraz wskazano możliwy, dwustopniowy sposób jej wdrażania w Polsce: przez standard sektorowy określający odrębną rolę i profil pomocnika oraz przez ewentualne doprecyzowanie ustawowych zasad dostępu do informacji, odpowiedzialności i rejestrowania czynności. Model odróżnia wsparcie techniczne od pełnomocnictwa, pozostawiając klientowi decyzję i ostateczne zatwierdzenie operacji.

Słowa kluczowe: osoby starsze, bankowość cyfrowa, autonomia finansowa, bezpieczeństwo finansowe, wykluczenie cyfrowe, osoba trzecia

Kody JEL: G21, G28, J14

FORCED INTERMEDIATION IN DIGITAL BANKING: FINANCIAL SECURITY AND THE AUTONOMY OF OLDER BANK CUSTOMERS

ABSTRACT

The article explains forced intermediation in digital banking and examines its consequences for the security and autonomy of older customers. It uses a critical analysis of research literature, payment-services and accessibility law, and institutional documents. The paper introduces the original concept of forced intermediation, five diagnostic criteria and a four-level scale of third-party involvement. It distinguishes technical authentication, consent to a transaction and the customer's actual agency, assessed through their understanding of the transaction, freedom of decision and ability to verify the outcome. On this basis, the article develops a framework for supported use of banking services and outlines a possible two-stage implementation in Poland: a sectoral standard defining a separate role and profile for the assistant, followed, where necessary, by statutory clarification of access to information, liability and audit-trail requirements. The model distinguishes technical assistance from a power of attorney and leaves the decision and final approval of the transaction with the customer.

Keywords: older people, digital banking, financial autonomy, financial security, digital exclusion, third-party assistance

JEL Codes: G21, G28, J14

WSTĘP

Ze względów społecznych oraz zasad etycznych szczególnej uwagi wymaga sytuacja, w której starszy klient nie może samodzielnie wykonać określonej czynności, a bank nie zapewnia realnie dostępnej, bezpiecznej i równoważnej alternatywy wobec kanału cyfrowego. Ograniczanie sieci placówek, odpłatność części czynności wykonywanych przy stanowisku, automatyzacja infolinii oraz przenoszenie kolejnych procesów do aplikacji mogą powodować, że formalne posiadanie rachunku nie jest równoznaczne z możliwością samodzielnego sprawowania kontroli nad pieniędzmi (Latulipe, Dsouza, Cumbers 2022, s. 1–13).

Praktyki ograniczania tradycyjnego dostępu do usług bankowych na rzecz kanałów elektronicznych można określić jako wymuszone pośrednictwo w bankowości. Pojęcie nie odnosi się do pośrednictwa finansowego świadczonego przez profesjonalny podmiot, lecz do koniecznego udziału nieformalnego lub formalnego pomocnika w stosunkach i transakcjach między starszym klientem a bankiem. Wymuszenie nie musi przyjmować postaci sformalizowanej. Może wynikać z takiego ukształtowania technologii usługi, że brak pomocy dla osoby starszej prowadzi do faktycznej niemożności albo nieproporcjonalnej trudności w skorzystaniu z usług banku a zwłaszcza własnego rachunku.

Celem artykułu jest identyfikacja i analiza procesu wymuszonego pośrednictwa w związku z upowszechnianiem elektronicznych kanałów dystrybucji usług bankowych oraz określenie jego konsekwencji dla bezpieczeństwa finansowego i autonomii starszych klientów banków. Analiza ma ponadto służyć odróżnieniu dobrowolnego wsparcia od konieczności udziału osoby trzeciej, wymuszonego brakiem dostępnej alternatywy. Wreszcie wynikiem analiz jest zaproponowanie rozwiązań, które mogą ograniczyć uzależnienie starszych klientów bez pozbawiania ich korzyści wynikających z nowoczesnych kanałów świadczenia usług bankowych.

Artykuł ma charakter koncepcyjny i przedstawia autorską ramę koncepcyjną (ang. *conceptual framework*). W jej opracowaniu wykorzystano krytyczną analizę piśmiennictwa dotyczącego wykluczenia cyfrowego i finansowego, korzystania przez osoby starsze z bankowości elektronicznej, nieformalnej pomocy w zarządzaniu rachunkiem oraz finansowego wykorzystywania osób starszych. Uwzględniono także regulacje dotyczące dostępności usług i usług płatniczych, raporty instytucjonalne oraz dane zastane. Opracowanie nie prezentuje wyników własnego badania ilościowego ani jakościowego i nie jest przeglądem systematycznym. Jego celem jest rekonstrukcja mechanizmu, uporządkowanie pojęć i sformułowanie ramy koncepcyjnej wymagającej dalszej operacjonalizacji oraz weryfikacji empirycznej.

1. WYKLUCZENIE CYFROWE I FINANSOWE W BANKOWOŚCI

W literaturze nierówności cyfrowe ujmuje się wielopoziomowo: jako nierówności dostępu, wiedzy i umiejętności oraz sposobów korzystania, a także rezultatów osiągniętych dzięki technologii. W odniesieniu do klientów banków należy uwzględnić również cechy, w tym złożoność urządzenia, stabilność połączenia, dostępność sensoryczną i poznawczą interfejsu, zdolność rozumienia języka finansowego, poczucie bezpieczeństwa oraz możliwość uzyskania pomocy bez ujawniania poufnych danych. Funkcjonalnie może być wykluczona także osoba posiadająca dostęp do internetu (van Deursen, van Dijk 2019, s. 356–360; World Bank 2022, s. 127–145).

Wykluczenie finansowe oznacza ograniczenie dostępu do potrzebnych usług finansowych albo brak możliwości korzystania z nich w sposób odpowiedni, bezpieczny i adekwatny do potrzeb. W warunkach upowszechniania kanałów komunikacji elektronicznej i cyfryzacji wykluczenie cyfrowe może być składową wykluczenia finansowego, choć oba pojęcia nie są tożsame. Klient może posiadać rachunek bankowy, kartę bankową oraz formalny dostęp do bankowości elektronicznej, a mimo to nie mieć realnej możliwości samodzielnego wykonania określonej czynności. Dostęp formalny nie gwarantuje więc dostępu funkcjonalnego.

Badania nad zachowaniami starszych użytkowników technologii bankowych dowodzą, że angażowanie innych osób, w tym zwłaszcza bliskich, przy wykonywaniu operacji finansowych nie jest zjawiskiem wyjątkowym. Pomoc obejmuje m.in. wspólne korzystanie z urządzenia, tłumaczenie komunikatów, wykonywanie operacji (np. przelewów, wypłaty gotówki, zakładanie lokat) czy monitorowanie rachunku. Taka pomoc może wręcz warunkować korzystanie z określonych usług oraz wzmacniać poczucie bezpieczeństwa. Jednocześnie rozwiązania bankowe zwykle

są projektowane zgodnie z modelem pojedynczego, w pełni samodzielnego użytkownika, co sprawia, że rzeczywiste praktyki pomocy pozostają poza formalną architekturą uprawnień (Latulipe, Dsouza, Cumbers 2022, s. 1–13).

Z perspektywy autonomii finansowej kluczowe jest nie tylko to, czy operacja została wykonana, ale także, czy była zrozumiała dla podejmującego decyzję, kto podjął decyzję, kto ją technicznie przeprowadził i kto mógł sprawdzić rezultat. W tym kontekście autonomia nie oznacza konieczności wykonywania wszystkich czynności samodzielnie, bez pomocy osoby trzeciej. Można założyć, że autonomia finansowa to fragment continuum z punktami oddalającymi się od skrajnej niezależności i obejmującymi przypadki określonego wsparcia lub pomocy innej osoby bądź osób. Bez wchodzenia w analizę przypadków ekstremalnych autonomia finansowa oznacza zachowanie prawa do podejmowania decyzji, a także do kontroli ich realizacji przy wsparciu osób trzecich proporcjonalnym do potrzeb. Pomoc wzmacnia autonomię, gdy pozostawia klientowi świadomy wybór, w tym prawo odmowy wykonania czynności lub przerwania jej wykonywania. Autonomia jest osłabiana, a nawet faktycznie utracona, gdy pomocnik wchodzi realnie w rolę decydenta w kwestii wykonania operacji finansowej (np. wypłata środków z bankomatu, wykonanie przelewu, likwidacja lokaty).

2. ORGANIZACJA USŁUGI I TEST REALNEJ ALTERNATYWY

Rozwój kanałów cyfrowych zmienia strukturę korzystania z usług finansowych i zwiększa znaczenie bankowości mobilnej. Z perspektywy równego dostępu powstaje problem, gdy cyfryzacji towarzyszy ograniczenie funkcjonalnej dostępności do alternatywnej obsługi tradycyjnej (fizycznej). To sprawia, że statystyka odnośnie do aktywnych użytkowników aplikacji nie odzwierciedla klientów, którzy korzystają z rachunku bankowego wyłącznie z pomocą osoby trzeciej albo nie są w stanie wykonywać określonych czynności (European Banking Authority 2025, s. 14–23).

Analizy opłat za prowadzenie rachunków bankowych prowadzone przez Narodowy Bank Polski pokazują, że sposób wykonania operacji znajduje odzwierciedlenie w odpowiednich pozycjach taryf bankowych. Przy czym zróżnicowanie opłat nie musi być nieuzasadnione albo niedopuszczalne. Jednakże w analizowanym w artykule ujęciu istotne jest: czy konkretny rodzaj opłaty wspiera dobrowolny wybór kanału, czy też obciąża większym kosztem osobę, dla której kanał cyfrowy jest niedostępny, a która nie ma możliwości skorzystania z równoważnego rozwiązania (Narodowy Bank Polski 2025).

Od 28 czerwca 2025 r. w Polsce obowiązują przepisy ustawy z 26 kwietnia 2024 r. wdrażającej Europejski Akt o Dostępności. Obejmują one między innymi usługi płatnicze, rachunki płatnicze, kredyt konsumencki i hipoteczny oraz wybrane usługi świadczone w ramach działalności maklerskiej. Nadzór nad spełnianiem wymagań dostępności usług bankowości detalicznej sprawuje Rzecznik Finansowy. Regulacja wzmacnia odejście od traktowania dostępności jako dobrowolnego udogodnienia (dyrektywa (UE) 2019/882, załącznik I sekcja III; ustawa z 26 kwietnia 2024 r., art. 3 ust. 1 pkt 30 oraz art. 33–35).

Dla potrzeb dalszej analizy odróżnia się dostępność nominalną od dostępności funkcjonalnej. Kanał jest nominalnie dostępny, gdy bank formalnie go oferuje. Natomiast dostępność funkcjonalna oznacza, że konkretny klient może z jego pomocą samodzielnie, bezpiecznie i w rozsądnym czasie zrealizować potrzebną usługę. Różnica ta pozwala uniknąć sytuacji, w której samo istnienie infolinii lub oddziału banku rozwiązuje problem wykluczenia.

Realna alternatywa dla dostępności nominalnej powinna spełniać co najmniej pięć warunków. Po pierwsze, musi umożliwiać wykonanie tej samej albo funkcjonalnie równoważnej czynności. Po drugie, powinna być osiągalna przestrzennie i czasowo. Po trzecie, nie może wymagać nieproporcjonalnego kosztu. Po czwarte, musi zapewniać porównywalny poziom poufności i bezpieczeństwa. Po piąte, powinna pozwalać klientowi zachować decyzję i kontrolę bez konieczności ujawniania danych osobie nieuprawnionej.

3. WYMUSZONE POŚREDNICTWO JAKO KATEGORIA ANALITYCZNA

Niewystarczające jest przeciwstawienie samodzielności i zależności. Człowiek może działać autonomicznie, korzystając ze wsparcia innych osób. Zasadnicze znaczenie ma nie sam fakt współdziałania, lecz sposób usytuowania wiedzy, decyzji i kontroli. Pomoc wspiera autonomię, jeżeli zwiększa zdolność klienta do działania zgodnie z jego własną wolą. Ogranicza ją, gdy zastępuje jego wolę, odcina go od informacji albo staje się jedyną drogą dostępu do jego środków finansowych (Havens, Latulipe 2024, s. 1–14; Latulipe, Dsouza, Cumbers 2022, s. 1–13).

Wymuszone pośrednictwo w bankowości cyfrowej oznacza sytuację, w której klient, z powodu niedostępności lub niedostosowania cyfrowej usługi bankowej oraz braku realnie dostępnego i bezpiecznego kanału alternatywnego, musi korzystać z nieformalnej pomocy osoby trzeciej przy uzyskiwaniu informacji, potwierdzaniu tożsamości, podejmowaniu decyzji albo wykonywaniu czynności dotyczących własnych środków finansowych. Pośrednictwo ma charakter wymuszony, jeżeli rezygnacja z pomocy prowadziłaby do faktycznej niemożności albo nieproporcjonalnej trudności w skorzystaniu z usługi.

Definicja wymuszonego pośrednictwa obejmuje cztery elementy, które powinny występować łącznie. Pierwszym jest bariera po stronie procesu lub sposobu jego udostępnienia. Może mieć charakter cyfrowy, sensoryczny, poznawczy, komunikacyjny, ekonomiczny albo organizacyjny. Nie musi być trwała. Wymuszone pośrednictwo może pojawić się także przejściowo. Na przykład po zmianie telefonu, aktualizacji aplikacji, zablokowaniu dostępu lub w okresie pogorszenia stanu zdrowia.

Drugim elementem jest brak realnej alternatywy. Jeżeli klient może bez nadmiernego kosztu wykonać tę samą czynność w placówce, telefonicznie albo w innym dostępnym kanale, udział bliskiego pozostaje co do zasady wyborem. Jeżeli alternatywa istnieje jedynie formalnie, lecz nie prowadzi do porównywalnego rezultatu, wymóg ten nie jest spełniony. Oceny dostępności

alternatywnej można dokonać przy zastosowaniu odpowiedniego testu, uwzględniającego kryteria, o których mowa w rozdziale 2.

Trzecim elementem jest konieczność udziału osoby trzeciej. Nie oznacza ona przymusu wywieranego przez pomocnika. Źródłem konieczności może być stopień złożoności usługi w stosunku do kompetencji finansowych klienta. W szczególności bez udziału innej osoby klient nie uzyska potrzebnej informacji, nie przejdzie uwierzytelnienia, nie wykona dyspozycji, nie odzyska dostępu itp. Określenie „wymuszone” odnosi się przede wszystkim do braku funkcjonalnego wyboru, a nie do psychicznego lub fizycznego przymusu.

Czwartym elementem jest dostęp pomocnika do informacji, faktyczna moc podjęcia decyzji albo wykonania czynności finansowej. Transport do placówki lub dostarczenie urządzenia nie stanowią jeszcze pośrednictwa w przyjętym znaczeniu. Zjawisko pojawia się, gdy osoba trzecia poznaje informacje i dane dotyczące rachunku bankowego, uczestniczy w identyfikacji klienta, interpretuje decyzję klienta, obsługuje aplikację, autoryzuje czynność przy użyciu jego instrumentów albo kontroluje rezultat.

Rozpoznanie wymuszonego pośrednictwa wymaga analizy konkretnego przebiegu czynności. Można tu zastosować pięć kryteriów: dostępność alternatywy, swobodę wyboru, zakres udziału pomocnika, zachowanie kontroli przez klienta oraz odwracalność zależności. Ocena tych kryteriów nie następuje na prostej skali punktowej. Potrzebny do tego jest zestaw pytań pozwalających ustalić, czy wsparcie nadal służy samodzielnemu działaniu, czy stało się warunkiem dostępu do usługi.

3.1. Cztery poziomy udziału osoby trzeciej

Poziom pierwszy – wsparcie informacyjne. Pomocnik wyjaśnia pojęcia, odczytuje komunikat lub wskazuje kolejny krok, ale nie poznaje danych uwierzytelniających i nie wykonuje czynności za klienta. Klient sam obsługuje urządzenie, podejmuje decyzję i zatwierdza operację. Ten poziom co do zasady wzmacnia autonomię, o ile komunikat nie jest interpretowany w sposób zastępujący wolę klienta.

Poziom drugi – wsparcie techniczne. Osoba trzecia pomaga skonfigurować urządzenie, odnaleźć funkcję, powiększyć czcionkę albo przejść przez interfejs. Zakres dostępu do danych może być ograniczony, ale pomocnik znajduje się już bliżej samego procesu czynności bankowej. Bezpieczeństwo zależy od tego, czy klient nadal widzi i rozumie wykonywane działania oraz, czy sam zachowuje kontrolę nad autoryzacją.

Poziom trzeci – zastępcze wykonanie czynności. Pomocnik wpisuje dane, inicjuje przelew, obsługuje aplikację albo kontaktuje się z bankiem, używając urządzenia lub danych klienta, mimo że nie ma formalnego umocowania. Właściciel rachunku może wskazywać cel operacji, lecz jej techniczny przebieg pozostaje w rękach innej osoby. Powstaje wówczas rozbieżność między faktycznym wykonawcą a osobą rozpoznawaną przez system.

Poziom czwarty – faktyczne przejęcie zarządzania czynnością przez osobę trzecią, która stale dysponuje urządzeniem, danymi i informacjami, samodzielnie monitoruje rachunek, wykonuje płatności lub decyduje o kolejności wydatków itp. Klient otrzymuje tylko wybrane informacje albo jedynie wynik działania tej osoby. Taki model może być zgodny z życzeniem klienta, lecz bez koniecznej formalizacji, przejrzystości i możliwości kontroli generuje wysokie ryzyko nadużycia.

3.2. Pomoc, pełnomocnictwo i przejęcie kontroli

Formalne pełnomocnictwo bankowe tworzy specyficzną relację między klientem a pomocnikiem. Bank zna tożsamość osoby działającej w imieniu posiadacza rachunku, może określić zakres jej uprawnień, a wykonywane operacje są przypisywane do formalnego mechanizmu reprezentacji. Pełnomocnictwo nie gwarantuje braku nadużyć i nie zawsze odpowiada potrzebie krótkotrwałego wsparcia, ale ogranicza rozbieżność pomiędzy faktycznym a rejestrowanym przebiegiem czynności. Wymuszone pośrednictwo odbywa się zwykle poza takim rozwiązaniem (Financial Conduct Authority 2021, pkt 4.53–4.60).

Granica pomiędzy wsparciem i przejęciem kontroli nie przebiega wyłącznie poprzez dostęp do loginu i hasła lub zatwierdzenia wykonania operacji. Dlatego powinno się uwzględnić cały proces decyzyjny (łańcuch sprawstwa): kto ma informację, kto formułuje decyzję, kto wykonuje czynność, kto ją autoryzuje i kto może zweryfikować rezultat. Jeżeli wszystkie te elementy są w zakresie działań pomocnika, obecność klienta nie przywraca mu faktycznej kontroli.

Proponowana kategoria przejęcia kontroli wymaga odpowiedzi na trzy pytania: czy pomoc była potrzebna, czy była bezpiecznie zorganizowana oraz czy klient zachował autonomię. Odpowiedź twierdząca na pierwsze pytanie nie eliminuje potrzeby odpowiedzi na dwa pozostałe. Bankowość dostępna powinna umożliwiać potrzebne wsparcie, a zarazem minimalizować zakres ujawnianych danych, rejestrować role uczestników i pozostawiać decyzję po stronie właściciela rachunku.

Wymuszone pośrednictwo nie jest jeszcze tożsame z przemocą ekonomiczną ani nieautoryzowaną transakcją. Jest mechanizmem zwiększającym ekspozycję na takie ryzyka. W kolejnym etapie zostanie przeanalizowane, w jaki sposób rozbieżność między formalną autoryzacją a faktycznym wykonaniem operacji wpływa na poufność, bezpieczeństwo, odpowiedzialność i możliwość skutecznego zakwestionowania czynności.

4. BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE I RZECZYWISTE SPRAWSTWO KLIENTA

Wymuszone pośrednictwo ujawnia różnicę między bezpieczeństwem technicznym i funkcjonalnym. Pierwsze odpowiada na pytanie: czy zastosowano właściwe zabezpieczenia i czy system otrzymał wymagane dane? Drugie dotyczy warunków rzeczywistego działania: kto obsługiwał urządzenie, kto znał treść dyspozycji, kto podjął decyzję i czy właściciel środków mógł sprawdzić rezultat? Operacja może przejść wszystkie kontrole techniczne, a jednocześnie pozostawić klienta bez faktycznej kontroli.

Dyrektywa PSD2 stanowi, że transakcję uważa się za autoryzowaną wyłącznie wtedy, gdy płatnik wyraził zgodę na jej wykonanie. Polska ustawa o usługach płatniczych przyjmuje tę samą zasadę w art. 40. Zastosowanie prawidłowego hasła, kodu SMS, biometrii lub zatwierdzenia w aplikacji jest więc dowodem dotyczącym uwierzytelnienia i technicznego przebiegu operacji, ale nie powinno być automatycznie utożsamiane z ustaleniem świadomej zgody na konkretną transakcję (dyrektywa 2015/2366, art. 64 i 72; ustawa o usługach płatniczych, art. 40 i 45).

W warunkach samodzielnej obsługi trzy elementy zwykle występują łącznie: klient podejmuje decyzję, wykonuje czynność i używa własnych danych. Wymuszone pośrednictwo rozdziela je pomiędzy co najmniej dwie osoby. Klient może wyrazić ogólną wolę zapłaty rachunku, podczas gdy pomocnik wybiera odbiorcę i kwotę. Może też sam zatwierdzić komunikat, którego nie odczytał lub którego parametry zostały wcześniej wprowadzone przez inną osobę. Formalny ślad operacji nie odzwierciedla wtedy całego łańcucha sprawstwa.

Dla potrzeb prowadzonej analizy należy zatem rozdzielić trzy płaszczyzny. Uwierzytelnienie, zdefiniowane w art. 2 pkt 33b ustawy o usługach płatniczych, odpowiada na pytanie, czy dostawca zweryfikował tożsamość użytkownika lub ważność użycia konkretnego instrumentu płatniczego, łącznie ze stosowaniem indywidualnych danych uwierzytelniających. Autoryzacja w znaczeniu prawnym dotyczy zgody płatnika na konkretną transakcję. Rzeczywiste sprawstwo obejmuje natomiast ustalenie, czy klient znał jej istotne parametry, sam ukształtował decyzję, mógł odmówić oraz miał możliwość sprawdzenia rezultatu. Płaszczyzny te mogą się rozchodzić: system może poprawnie uwierzytelić klienta, mimo że dane wprowadził pomocnik, a klient zatwierdził operację bez dostatecznej wiedzy o odbiorcy, kwocie lub skutkach. Prawidłowy wynik uwierzytelnienia nie przesądza więc, kto faktycznie wprowadził dane ani czy klient samodzielnie ukształtował i świadomie potwierdził konkretną dyspozycję. Ocena faktycznego sprawstwa wymaga odtworzenia całego przebiegu czynności, a nie tylko kontroli technicznego śladu autoryzacji; odpowiada temu art. 45 ust. 2 ustawy, zgodnie z którym samo zarejestrowanie użycie instrumentu płatniczego nie wystarcza do udowodnienia autoryzacji transakcji.

Użytkownik instrumentu płatniczego powinien korzystać z niego zgodnie z umową oraz podejmować niezbędne środki służące ochronie indywidualnych danych uwierzytelniających. Zachowanie poufności haseł, PIN-ów czy kodów ma racjonalne przesłanki, utrudnia bowiem osobie trzeciej dostęp do rachunku bankowego i pozwala zachować rozliczalność operacji. Wymuszone pośrednictwo tworzy jednak paradoks. Klient może nie być zdolny do samodzielnego wykonania procedury, a jednocześnie jedyny dostępny sposób pomocy wymaga dopuszczenia pomocnika, a zwłaszcza osoby bliskiej do urządzenia, ekranu lub komunikatu autoryzacyjnego (ustawa o usługach płatniczych, art. 42).

W systemach przeciwdziałania oszustwom wykorzystuje się między innymi monitoring transakcji w czasie rzeczywistym oparty na AI/ML oraz biometrię behawioralną (European Central Bank 2025, s. 7). Analiza behawioralna może uwzględniać sposób interakcji z urządzeniem i przebieg sesji. Na tej podstawie można podejrzewać, że nietypowy sposób obsługi rachunku

przez pomocnika stanowi anomalię i uruchomić dodatkową weryfikację albo przerwać operację. Takie działanie wynika z zastosowania narzędzi antyfraudowych oraz rozdzielenia formalnej tożsamości klienta i faktycznego wykonawcy czynności. Wskazany wyżej dokument EBC nie odnosi się bezpośrednio do rodzinnej pomocy w bankowości i nie należy interpretować go jako uzasadnienia dla obchodzenia zabezpieczeń ani przekazywania hasęt. Przeciwnie, wzmacnia potrzebę stworzenia jawnej i rejestrowanej roli pomocnika.

Paradoks poufności nie uzasadnia swobodnego przekazywania danych. Pokazuje natomiast, że samo pouczenie klienta może być niewystarczające, jeżeli organizacja usługi nie oferuje bezpiecznego sposobu uzyskania pomocy. Informowanie powinno być połączone z rozwiązaniami pozwalającymi zachować widoczność klienta, ograniczyć rolę pomocnika i odnotować, że w procesie uczestniczyła zaufana osoba.

W przypadku zakwestionowania transakcji jej dostawca musi wykazać, że została ona uwierzytelniona, prawidłowo zapisana i księgowana oraz, że nie wystąpiła awaria techniczna ani innego rodzaju usterka. Zarówno PSD2, jak i art. 45 ustawy o usługach płatniczych wskazują, że zarejestrowane użycie instrumentu płatniczego nie wystarcza do udowodnienia, iż płatnik autoryzował transakcję albo umyślnie lub wskutek rażącego niedbalstwa naruszył swoje obowiązki (dyrektywa (UE) 2015/2366, art. 72 ust. 1–2; ustawa o usługach płatniczych, art. 45 ust. 1–2).

Wymuszone pośrednictwo może osłabiać pozycję klienta jeszcze przed powstaniem sporu. Osoba, która nie obsługuje rachunku samodzielnie, może później zauważyć nieprawidłowość, nie znać daty operacji albo nie mieć dostępu do historii. Może też być zależna od tego samego pomocnika przy złożeniu reklamacji, zmianie hasła czy zabezpieczeniu rachunku. Jeżeli pomocnik jest potencjalnym sprawcą nadużycia, zależność ta utrudnia zarówno wykrycie, jak i zgłoszenie zdarzenia (ustawa o usługach płatniczych, art. 46 ust. 1–4).

Dla oceny bezpieczeństwa proponuje się analizę łańcucha sprawstwa obejmującego pięć kolejnych elementów: dostęp do informacji, sformułowanie decyzji, techniczne przygotowanie operacji, wyrażenie zgody oraz kontrolę rezultatu. W modelu samodzielnym wszystkie elementy pozostają po stronie klienta. W modelu wspieranym część techniczna może zostać powierzona pomocnikowi, ale decyzja, zgoda i możliwość weryfikacji powinny pozostać po stronie właściciela środków.

Najwyższe ryzyko powstaje wtedy, gdy pomocnik ma informację, formułuje decyzję, wykonuje i zatwierdza operację, a następnie jako jedyny kontroluje historię rachunku. System bankowy może nadal przypisywać całość działań klientowi. Właśnie w tej luce pomiędzy rejestrem technicznym a rzeczywistym rozkładem ról ujawnia się zasadnicze znaczenie wymuszonego pośrednictwa dla bezpieczeństwa finansowego.

5. AUTONOMIA I RYZYKO WYKORZYSTANIA EKONOMICZNEGO

Pomoc osoby trzeciej w wykonywaniu operacji bankowych nie jest przeciwieństwem autonomii. Może ją wzmacniać, jeżeli usuwa barierę techniczną, pozostawia decyzję po stronie klienta i pozwala mu zrozumieć oraz sprawdzić czynność. Jest to zgodne z ideą wspieranego podejmowania decyzji: wsparcie powinno służyć realizacji woli i preferencji osoby, a nie zastępować jej oceną pomocnika co do najlepszego interesu klienta (Konwencja o prawach osób niepełnosprawnych, art. 12; Committee on the Rights of Persons with Disabilities 2014, pkt 17–29).

Gdy brak pomocnika powoduje faktyczne odcięcie klienta od usługi, taka zależność ma charakter infrastrukturalny. Może ujawniać się w różnych okolicznościach niemożności wykonania osobiście czynności (np. niemożność fizycznego skontaktowania się z bankiem, braku kontaktu z pomocnikiem czy pełnomocnikiem). Jeżeli tylko jedna osoba jest wprowadzona w procedurę pomocy (np. zna sposób logowania, przechowuje urządzenie, odbiera korespondencję i kontroluje historię rachunku), ciągłość dysponowania rachunkiem przez właściciela zależy od jej dostępności, a także – co niebagatelne – od dobrej woli. Ryzyko niedostępności do operacji wynika wtedy z koncentracji funkcji na jednej osobie, nawet jeśli nie jest to związane z nadużyciem.

Światowa Organizacja Zdrowia ujmuje przemoc wobec osób starszych jako pojedyncze lub powtarzające się działanie albo zaniechanie w relacji opartej na oczekiwaniu zaufania, które powoduje krzywdę lub cierpienie; pojęcie to obejmuje również nadużycia finansowe i materialne. Wykorzystanie finansowe oznacza bezprawne lub niewłaściwe użycie pieniędzy, majątku albo aktywów osoby starszej. Istotą nie jest zatem sam udział innej osoby, lecz działanie sprzeczne z wolą lub interesem właściciela, nadużycie zaufania, korzyść sprawcy bądź wyrządzenie szkody (World Health Organization 2024).

Wymuszone pośrednictwo nie jest samo w sobie formą przemocy, ale samo w sobie zwiększa ekspozycję na ryzyko. I to zarówno z tytułu uzależnienia od pomocy pomocnika, jak i z powodu nadużycia przez pomocnika zaufania osoby uzależnionej. Ujawnienie nadużycia może utrudniać obawę osoby zależnej od pomocnika przed utratą jego wsparcia (np. klient obawia się utraty jedyne go wsparcia, konfliktu lub skandalu rodzinnego, samotności, ujawnienia swej niekompetencji czy niedoświadczonej) (Phelan, O'Donnell, McCarthy 2023, s. 2135–2156).

Należy również unikać ageistycznego założenia, że nietypowa albo niekorzystna decyzja podjęta przez starszego klienta świadczy o wykorzystaniu go przez osobę trzecią. Autonomia obejmuje prawo do podejmowania ryzyka, przekazywania darowizn i dokonywania wyborów, których otoczenie nie pochwała, a nawet nie aprobuje. Interwencja ochronna powinna opierać się na oznakach nacisku, braku świadomej zgody, ukrywania informacji, konfliktu interesów lub szkody, a nie wyłącznie na wieku i ocenie racjonalności decyzji (Wood i Lichtenberg 2017, s. 3–13).

Nieformalny udział pomocnika może także wywoływać skutki ujawniające się dopiero po śmierci właściciela rachunku. Jeżeli jedna osoba przygotowywała lub wykonywała przelewy bez odrębnego profilu i bez formalnego rejestru zakresu pomocy, spadkobiercy mogą nie być

w stanie ustalić, które operacje stanowiły realizację polecenia seniora, które były darowiznami, a które nie miały podstawy w woli właściciela. Rodzi to ryzyko sporów o rozliczenie zadysponowanych środków, zaliczenie darowizn na schedę spadkową lub substrat zachowku, a także o obowiązek zwrotu albo złożenia sprawozdania z wykonanych czynności. Ryzyko to nie wynika z samej rodzinnej pomocy, lecz z braku rozdzielienia tożsamości, ról i śladu decyzyjnego. Rejestrowana rola pomocnicza chroniłaby więc nie tylko bieżące bezpieczeństwo klienta, ale również późniejszą rozliczalność cywilną (Kodeks cywilny, art. 6, 405, 740, 922, 993 i 1039; Rzecznik Finansowy 2021, s. 7–10).

Z drugiej strony całkowita neutralność wobec widocznych oznak nacisku również nie jest właściwa. Standard proporcjonalnej ochrony powinien zaczynać się od rozmowy z klientem bez obecności osoby trzeciej, przekazania informacji w dostępnej formie, sprawdzenia rozumienia konkretnej czynności i zaoferowania bezpiecznego kanału dalszego kontaktu. Dopiero poziom i wiarygodność ryzyka mogą uzasadniać dodatkowe zabezpieczenia przewidziane prawem i umową.

Na podstawie przeprowadzonej analizy można wskazać sześć warunków bezpiecznej relacji pomocniczej: dobrowolność wyboru pomocnika, minimalny zakres jego dostępu, rozdzielenie wsparcia od decyzji, przejrzystość każdej czynności, możliwość niezależnej kontroli rezultatu oraz łatwa odwracalność upoważnienia lub zależności. Warunki te rozwijają wcześniejsze kryteria wymuszonego pośrednictwa i odnoszą je bezpośrednio do ochrony autonomii.

6. STANDARD BEZPIECZNEJ I DOSTĘPNEJ BANKOWOŚCI

Dyrektywa (UE) 2019/882 oraz wdrażająca ją polska ustawa z 26 kwietnia 2024 r. obejmują usługi bankowości detalicznej i wymagają, aby informacje oraz interfejsy były postrzegalne, funkcjonalne, zrozumiałe i kompatybilne z technologiami wspomagającymi. Obowiązki te, stosowane od 28 czerwca 2025 r., stanowią ważny punkt wyjścia. Nie wyczerpują jednak problemu wymuszonego pośrednictwa, ponieważ zgodność pojedynczego interfejsu nie przesądza jeszcze o realnej dostępności placówki, infolinii, procedury reklamacyjnej ani odzyskania dostępu do rachunku (dyrektywa (UE) 2019/882; ustawa z 26 kwietnia 2024 r.).

Proponowany standard opiera się na czterech równorzędnych wartościach: dostępności całego procesu, zachowaniu sprawstwa klienta, minimalizacji dostępu osoby trzeciej oraz rozliczalności każdej czynności. Bank nie powinien wymagać wyboru między samodzielnością a bezpieczeństwem. Klient potrzebujący wsparcia powinien móc z niego korzystać w sposób jawny i kontrolowany, bez naruszania poufności własnych danych oraz bez fikcji, że wszystkie działania techniczne wykonał osobiście.

Pierwszym elementem standardu jest zapewnienie co najmniej jednego realnie dostępnego kanału alternatywnego. Nie oznacza to obowiązku utrzymywania identycznych procedur we wszystkich kanałach, lecz wymaga, aby klient mógł osiągnąć ten sam istotny rezultat bez

nieproporcjonalnego kosztu, wysiłku i oczekiwania. Placówka oddalona o kilkadziesiąt kilometrów, infolinia oparta wyłącznie na rozbudowanym menu głosowym albo odpłatna obsługa operacji, która w aplikacji jest bezpłatna, mogą istnieć formalnie, ale nie tworzyć równoważnej alternatywy.

Dostępny interfejs powinien oferować czytelny język, możliwość powiększenia treści, właściwy kontrast, współpracę z technologiami asystującymi, wystarczający czas na reakcję i komunikaty błędów wyjaśniające sposób poprawy. W przypadku starszych klientów szczególne znaczenie ma ograniczenie presji czasu, stabilność układu, jednoznaczne nazwanie skutku operacji oraz możliwość bezpiecznego powrotu do poprzedniego kroku.

Bankowość cyfrowa potrzebuje rozwiązania pośredniego między całkowicie samodzielnym dostępem a klasycznym pełnomocnictwem pozwalającym dysponować rachunkiem. Bezpieczna rola pomocnicza powinna być ustanawiana za świadomą zgodą klienta, ograniczona zakresem i czasem oraz możliwa do natychmiastowego cofnięcia. Pomocnik mógłby na przykład objaśniać komunikaty, przygotować projekt przelewu albo pomóc zebrać dokumenty, lecz nie powinien automatycznie uzyskiwać prawa do ostatecznego zatwierdzania operacji. Punktem odniesienia dla formalnego rejestrowania ograniczonej roli osoby zaufanej jest rozwiązanie *trusted contact* opisywane przez amerykańskie Consumer Financial Protection Bureau (CFPB). Ma ono jednak węższy charakter: samo wskazanie osoby do kontaktu nie daje jej prawa wglądu w rachunek ani wykonywania transakcji bez odrębnego upoważnienia (Consumer Financial Protection Bureau 2021, s. 1–4).

Pożądane jest, aby system rozpoznawał odrębne tożsamości klienta i pomocnika. Każdy uczestnik operacji korzystałby z własnych danych uwierzytelniających, a historia wskazywałaby, kto przygotował, zmienił i zatwierdził czynność. Rozwiązanie takie ogranicza współdzielenie haseł, przywraca zgodność między zapisem technicznym a rzeczywistym rozkładem ról i ułatwia rozpatrywanie reklamacji. Badania nad kontami pełnomocniczymi wskazują, że obecne narzędzia często nie odpowiadają elastycznym, codziennym formom wsparcia osób starszych (Havens i Latulipe 2024, s. 1–14).

Wsparcie techniczne jest zgodne z autonomią tylko wtedy, gdy klient zachowuje decyzję, rozumie zasadnicze parametry i może samodzielnie potwierdzić albo odrzucić operację. Przed autoryzacją bank powinien przedstawić w dostępnej formie co najmniej odbiorcę, kwotę, opłatę, termin i nieodwracalne skutki. Potwierdzenie nie może być wyłącznie automatycznym gestem wykonanym na polecenie pomocnika.

Bank powinien posiadać procedurę rozpoznawania sygnałów możliwego wykorzystania finansowego, ale jej uruchomienie nie może zależeć wyłącznie od wieku. Znaczenie ma zestaw okoliczności: nagła zmiana wzorca transakcji, ograniczanie klientowi swobodnej wypowiedzi, brak wiedzy o saldzie, konflikt interesów pomocnika, utrata własnego urządzenia lub sprzeczne informacje dotyczące dyspozycji (Consumer Financial Protection Bureau 2016, s. 17–29).

6.1. Praktyczne zastosowanie modelu w Polsce

Wdrożenie postulowanej ramy koncepcyjnej można oprzeć na dwóch komplementarnych poziomach. Na poziomie sektorowym standard przyjęty przez Związek Banków Polskich lub kodeks dobrych praktyk mógłby określać dobrowolną rolę pomocniczą, odrębną od pełnomocnictwa, wraz z własnym profilem pomocnika, zakresem dopuszczalnych czynności, rejestrem aktywności oraz procedurą cofnięcia zgody. Natomiast na poziomie ustawowym ewentualnego doprecyzowania wymagałyby przede wszystkim zasady odpowiedzialności, znaczenie prawne czynności przygotowanej przez pomocnika, zakres dostępu do informacji objętych tajemnicą bankową oraz wykorzystanie rejestru aktywności w postępowaniu reklamacyjnym. Nie chodziłoby zatem o stworzenie nowej postaci zdolności do czynności prawnych ani przedstawicielstwa, lecz o uregulowanie technicznego wsparcia, w którym klient zachowuje decyzję oraz ostateczne zatwierdzenie operacji.

W pierwszym etapie bank mógłby określić w umowie rachunku i regulaminie dobrowolną rolę pomocniczą, która nie dawałaby prawa do samodzielnego dysponowania środkami. Po identyfikacji przez bank pomocnik mógłby objaśniać komunikaty, uzupełniać dane albo przygotowywać projekt dyspozycji. Ustanowienie tej roli powinno obejmować identyfikację obu osób, zgodę klienta wyrażoną w dostępnej formie, określenie zakresu i czasu wsparcia, odrębne dane uwierzytelniające pomocnika, rejestr jego czynności oraz niezależne powiadomienie klienta. Klient powinien móc w każdym kanale natychmiast zawiesić albo cofnąć zgodę. Jeżeli chciałby przyznać osobie trzeciej prawo do składania dyspozycji ze skutkiem prawnym, właściwym rozwiązaniem nadal byłoby pełnomocnictwo.

Warstwa techniczna ramy koncepcyjnej mogłaby opierać się na rozdzieleniu fazy przygotowania i zatwierdzenia dyspozycji. Pomocnik, korzystając z własnego profilu i danych uwierzytelniających, przygotowywałby projekt operacji w granicach udzielonego upoważnienia. Klient otrzymywałby na własnym urządzeniu dostępne i czytelne podsumowanie obejmujące co najmniej odbiorcę, kwotę, opłatę, termin oraz skutek operacji, a następnie samodzielnie zatwierdzałby albo odrzucał dyspozycję. System zapisywałby oddzielnie czynności wykonane przez pomocnika i klienta. Rozwiązanie takie nie wymagałoby udostępniania pomocnikowi haseł, kodów ani innych indywidualnych danych uwierzytelniających klienta, a zatem nie opierałoby się na tworzeniu wyjątku od obowiązków określonych w art. 42 ustawy o usługach płatniczych.

Dostęp pomocnika do informacji bankowych powinien mieć charakter granularny i odpowiadać zakresowi świadczonego wsparcia. Art. 104 ust. 3 Prawa bankowego dopuszcza już ujawnienie osobie trzeciej informacji objętych tajemnicą bankową na podstawie upoważnienia osoby, której informacje dotyczą, także wyrażonego elektronicznie i zarejestrowanego przez bank. Projektowany model powinien rozwijać tę możliwość przez określenie zakresu widocznych danych, okresu obowiązywania dostępu, sposobu jego cofnięcia, odpowiedzialności za czynność przygotowaną przez pomocnika, znaczenia dowodowego rejestru aktywności oraz zasad reklamacji. Jeżeli rola pomocnika miałaby wykraczać poza przygotowanie czynności i obejmować

samodzielne inicjowanie transakcji lub składanie dyspozycji ze skutkiem prawnym, konieczna byłaby odpowiednia podstawa umowna albo ustawowa. Rozwiązanie mogłoby zostać najpierw ujednolicone w standardzie sektorowym, a następnie, po ocenie praktyki, uwzględnione w przepisach dotyczących usług płatniczych lub działalności bankowej.

7. ODPOWIEDZIALNOŚĆ BANKU I NADZORU

Odpowiedzialność za ograniczanie wymuszonego pośrednictwa nie powinna być zamykana w obszarze zgodności ani dostępności cyfrowej. Powinna obejmować także projektowanie produktu, bezpieczeństwo, reklamacje, sieć placówek i ochronę klienta. Każda istotna zmiana procesu – zwłaszcza przeniesienie czynności do aplikacji, ograniczenie obsługi w placówce lub wprowadzenie dodatkowej opłaty – powinna być poprzedzona oceną, czy klient o szczególnych potrzebach nadal może samodzielnie załatwić sprawę albo skorzystać z jawnego i bezpiecznego wsparcia. Ryzyko powstania nieformalnego pośrednictwa należy w tym ujęciu traktować jako ryzyko projektowe i operacyjne, a nie wyłącznie prywatny problem klienta i rodziny.

Ocena skutków cyfryzacji wymaga także innych mierników niż sama liczba aktywnych użytkowników aplikacji. Przydatne są dane o procesach porzuconych, powtarzających się blokadach i odyskiwaniu dostępu, czasie oczekiwania w kanałach alternatywnych, reklamacjach składanych z udziałem osoby trzeciej oraz sprawach, których nie można zakończyć bez przejścia do aplikacji. Wskaźniki te powinny być analizowane zbiorczo i z poszanowaniem prywatności, bez automatycznego oznaczania konkretnego klienta jako osoby niesamodzielnej. Ich celem jest wykrywanie barier w organizacji usługi, a nie profilowanie starszych użytkowników na podstawie wieku.

Organy nadzoru i ochrony konsumentów powinny z kolei oceniać dostępność całej ścieżki usługi, a nie tylko formalną zgodność interfejsu. Uzasadnione byłoby stosowanie porównywalnych wskaźników dostępności kanałów, analiz skarg oraz badań typu tajemniczy klient z udziałem osób o zróżnicowanych potrzebach. Minimalny standard bezpiecznej pomocy powinien określać sposób ustanowienia i cofnięcia roli pomocnika, zakres jego uprawnień, odrębność danych uwierzytelniających, rejestr czynności oraz niezależne informowanie właściciela rachunku. Raport EBA wskazuje, że cyfryzacja i ograniczanie sieci placówek mogą utrudniać dostęp do usług finansowych grupom wrażliwym, w tym osobom starszym (European Banking Authority 2025, s. 14–23).

Docelowy model można ująć jako przejście od nieformalnego zastępowania klienta do wspieranego korzystania z usług. Klient zachowuje bezpośredni dostęp do informacji, decyzję i ostateczne potwierdzenie; pomocnik działa we własnej, ograniczonej roli; bank rejestruje rzeczywisty podział czynności oraz zapewnia alternatywny kanał i niezależną kontrolę rezultatu. Każdy element wsparcia jest dobrowolny, proporcjonalny i możliwy do cofnięcia.

PODSUMOWANIE

Przeprowadzona analiza pozwala odpowiedzieć na główne pytanie badawcze: organizacja cyfrowych usług bankowych prowadzi do konieczności korzystania przez starszego klienta z nieformalnej pomocy osoby trzeciej wtedy, gdy bariera w kanale cyfrowym łączy się z brakiem realnie dostępnej, bezpiecznej i funkcjonalnie równoważnej alternatywy. Wiek ani brak określonej umiejętności nie przesądzają o wystąpieniu zjawiska. Decydujący jest układ relacji między możliwościami konkretnego klienta, konstrukcją procesu bankowego oraz zakresem udziału pomocnika.

Oryginalnym wynikiem przeprowadzonych studiów i analiz jest wyodrębnienie wymuszonego pośrednictwa jako kategorii analitycznej, sytuującej się pomiędzy dobrowolną pomocą a formalnym zastępstwem. O jego wystąpieniu świadczą łącznie: bariera w korzystaniu z usługi, brak realnej alternatywy, konieczność udziału nieformalnej osoby trzeciej oraz wejście tej osoby w sferę informacji, decyzji lub wykonania czynności finansowej. Pięć kryteriów rozpoznawania – dostępność alternatywy, swoboda wyboru, zakres udziału pomocnika, zachowanie kontroli i odwracalność zależności – pozwala uniknąć zarówno bagatelizowania problemu, jak i błędnego uznawania każdej rodzinnej pomocy za naruszenie autonomii.

Wymuszone pośrednictwo nie jest samo w sobie przemocą ekonomiczną ani dowodem niełajności pomocnika. Może jednak tworzyć warunki sprzyjające wykorzystaniu, zwłaszcza gdy jedna osoba uzyskuje stały dostęp do urządzenia, danych, historii rachunku i możliwości załatwiania operacji, a klient traci niezależny wgląd w rezultat. Ochrona przed tym ryzykiem powinna wzmacniać decyzyjność osoby starszej, a nie zastępować ją paternalistyczną kontrolą opartą wyłącznie na wieku.

Proponowana rama koncepcyjna ma ograniczenia. Przede wszystkim nie zawiera diagnozy skali wymuszonego pośrednictwa w Polsce ani częstotliwości poszczególnych poziomów udziału osoby trzeciej. Kryteria rozpoznawania nie stanowią jeszcze zwalidowanego narzędzia pomiarowego, a przedstawione rozwiązania wymagają oceny prawnej, technicznej i empirycznej. Zróżnicowanie osób starszych, modeli bankowości i relacji z osobami bliskimi nakazuje ostrożność przy uogólnianiu wniosków.

Ostatecznie miarą inkluzywnej bankowości cyfrowej nie jest liczba usług dostępnych w aplikacji, lecz możliwość zachowania przez klienta wiedzy o stanie, decyzji o rozporządzeniu i kontroli nad własnymi pieniędzmi. Cyfryzacja wzmacnia autonomię wtedy, gdy poszerza wybór. Gdy jedyną drogą dostępu do rachunku bankowego staje się nieformalny dostęp przez inną osobę, może wytwarzać nową, ukrytą zależność. Rozpoznanie wymuszonego pośrednictwa pozwala tę zależność nazwać, ocenić i ograniczać bez rezygnacji z korzyści technologii oraz bez odbierania znaczenia dobrowolnej pomocy osób bliskich.

BIBLIOGRAFIA

Committee on the Rights of Persons with Disabilities (2014), General comment No. 1 (2014), Article 12: Equal recognition before the law, CRPD/C/GC/1, United Nations, <https://www.ohchr.org> (dostęp: 7.08.2026).

Consumer Financial Protection Bureau (2016), Recommendations and report for financial institutions on preventing and responding to elder financial exploitation, <https://www.consumerfinance.gov> (dostęp: 7.08.2026).

Consumer Financial Protection Bureau (2021), Financial institutions can help prevent elder financial exploitation with alerts to trusted contacts, <https://www.consumerfinance.gov> (dostęp: 7.08.2026).

European Banking Authority (2025), Consumer Trends Report 2024/25, EBA/REP/2025/08, <https://www.eba.europa.eu> (dostęp: 7.08.2026).

European Central Bank (2025), National Payment Committees' Actions on Fraud Prevention: Outcome of 2025 Stock-take on National Payment Committees and National Payment Strategies, <https://www.ecb.europa.eu> (dostęp: 7.08.2026).

Financial Conduct Authority (2021), FG21/1: Guidance for Firms on the Fair Treatment of Vulnerable Customers, <https://www.fca.org.uk> (dostęp: 7.08.2026).

Havens Z., Latulipe C. (2024), *Proxy Accounts and Behavioural Nudges: Investigating Support for Older Adults and Their Financial Delegates*, [w:] *Proceedings of the 50th Graphics Interface Conference*, art. 4, s. 1–14, <https://doi.org/10.1145/3670947.3670962>

Latulipe C., Dsouza R., Cumbers M. (2022), *Unofficial Proxies: How Close Others Help Older Adults with Banking*, [w:] *Proceedings of the 2022 CHI Conference on Human Factors in Computing Systems*, art. 601, s. 1–13, <https://doi.org/10.1145/3491102.3501845>

Narodowy Bank Polski (2025), *Analiza opłat i prowizji związanych z korzystaniem z rachunku płatniczego w Polsce (według danych na dzień 31.12.2024 r.)*, <https://nbp.pl/system-platniczy/dane-i-analizy/analizy-i-opracowania/analiza-oplat-i-prowizji/> (dostęp: 16.09.2026).

Phelan A., O'Donnell D., McCarthy S. (2023), *Financial Abuse of Older People by Third Parties in Banking Institutions: A Qualitative Exploration*, „Ageing & Society”, t. 43, nr 9, s. 2135–2156, <https://doi.org/10.1017/S0144686X21001574>

Rzecznik Finansowy (2021), Poradnik spadkowy – jak uporządkować sprawy finansowe na wypadek śmierci, <https://www.rf.gov.pl> (dostęp: 7.08.2026).

van Deursen A.J.A.M., van Dijk J.A.G.M. (2019), *The First-Level Digital Divide Shifts from Inequalities in Physical Access to Inequalities in Material Access*, „New Media & Society”, t. 21, nr 2, s. 354–375, <https://doi.org/10.1177/1461444818797082>

Wood S., Lichtenberg P.A. (2017), *Financial Capacity and Financial Exploitation of Older Adults: Research Findings, Policy Recommendations and Clinical Implications*, „Clinical Gerontologist”, t. 40, nr 1, s. 3–13, <https://doi.org/10.1080/07317115.2016.1203382>

World Bank (2022), The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19, <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1897-4>

World Health Organization (2024), Abuse of Older People: Fact Sheet, <https://www.who.int> (dostęp: 7.08.2026).

Akty normatywne

Konwencja o prawach osób niepełnosprawnych, sporządzona w Nowym Jorku dnia 13 grudnia 2006 r. (Dz.U. z 2012 r. poz. 1169).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego (Dz.Urz. UE L 337 z 23.12.2015, s. 35–127).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/882 z dnia 17 kwietnia 2019 r. w sprawie wymogów dostępności produktów i usług (Dz.Urz. UE L 151 z 7.06.2019, s. 70–115).

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2025 r. poz. 1071, ze zm.).

Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (t.j. Dz.U. z 2026 r. poz. 623, ze zm.).

Ustawa z dnia 26 kwietnia 2024 r. o zapewnianiu spełniania wymagań dostępności niektórych produktów i usług przez podmioty gospodarcze (Dz.U. z 2024 r. poz. 731).

DOI: 10.26354/bb.6.2.103.2026

Paweł Kocoń*

ORCID: 0000-0002-2792-2406

pawel.kocon@awl.edu.pl

Panika moralna i jej przejawy w polskim sektorze bankowym

STRESZCZENIE

Celem opracowania jest charakterystyka koncepcji określanej w socjologii mianem panika moralna, jej elementów składowych oraz wykorzystanie ram strukturalnych tej koncepcji do analizy emocji i sporów z bankami na tle umów kredytowych na finansowanie zakupu mieszkań wyrażanych we frankach szwajcarskich (CHF) lub denominowanych do tej waluty. W szczególności chodzi o przejawy paniki moralnej w kontekście roli mediów społecznościowych – jako akceleratora emocji interesariuszy oraz ich wpływu na stabilność podmiotów sektora bankowego. Podstawową metodą wykorzystywaną w opracowaniu jest analiza literatury, głównie w ramie teoretycznej Cohena i Garlanda, a uzupełniającą syntetyczne analizy przypadków dwóch banków i polskiego sektora bankowego na tle problemu kredytów frankowych.

Rozważania dowodzą, że panika moralna może być rozprzestrzeniana w ‘zaraźliwym’ trybie i akcelerowana przez media, w tych szczególnie media społecznościowe, kształtując z jednej strony zdecydowanie negatywne wizerunki kredytodawców (zwanych np. banksterami), a z drugiej generalizując krzywdy kredytobiorców przydając im funkcje ofiar. Duża skala paniki moralnej w odniesieniu do sektora bankowego stanowi jednocześnie presję społeczną na polityków i decydentów zmierzającą do zmiany regulacji. Kryzys kredytów frankowych w Polsce jest przykładem przekształcenia sporu stron umów kredytowych w krucjatę moralną o trwałych skutkach instytucjonalnych, a ubocznym jej efektem może być zachwianie stabilności systemu czy punktowe przypadki utraty płynności prowadzące sukcesywnie do niewypłacalności.

* Paweł Kocoń – Akademia Wojsk Lądowych we Wrocławiu.

Doświadczenia i potencjalne konsekwencje paniki moralnej w sektorze finansowym powinny być przesłanką budowania ram zarządzania tym zjawiskiem, a przede wszystkim efektywnej edukacji finansowej społeczeństwa.

Słowa kluczowe: panika moralna, sektor bankowy, media społecznościowe, kryzys frankowy

Kody JEL: G21, G28, D84

MORAL PANIC AND ITS MANIFESTATIONS IN THE POLISH BANKING SECTOR

ABSTRACT

The aim of this study is to characterize the concept referred to in sociology as moral panic, its components, and the use of its structural framework to analyze emotions and disputes with banks regarding mortgage agreements for housing purchases expressed in Swiss francs (CHF) or denominated in that currency. In particular, it concerns the manifestations of moral panic in the context of the role of social media – as an accelerator of stakeholders' emotions and their impact on the stability of banking sector entities. The main method used in this study is literature analysis, mainly within the theoretical framework of Cohen and Garland, complemented by synthetic case analyses of two banks and the Polish banking sector in the context of the Swiss franc loan problem. The discussion demonstrates that banking panic can spread in a 'contagious' manner and be accelerated by the media, particularly social media, shaping on one hand a decidedly negative image of lenders (called, e.g. banksters) and, on the other hand, generalizing the grievances of borrowers by giving them the role of victims. A large-scale moral panic regarding the banking sector also creates social pressure on politicians and decision-makers to change regulations. The Swiss franc loan crisis in Poland is an example of turning a dispute between credit contract parties into a moral crusade with lasting institutional effects, and a side effect can be the destabilization of the system or isolated cases of liquidity loss leading gradually to insolvency. Experiences and potential consequences of moral panic in the financial sector should serve as a reason to build frameworks for managing this phenomenon and, above all, for effective financial education of society.

Keywords: moral panic, banking sector, social media, Swiss franc mortgage crisis

JEL Codes: G21, G28, D84

WSTĘP

Sektor bankowy jest częścią systemu finansowego, cechującym się dużym tempem zmian technologiczno-instytucjonalnych, a ze względu na typową kruchość, wynikającą z procesów pośrednictwa o wysokiej dźwigni finansowej, narażony jest na stosunkowo wysokie ryzyko kry-

zysów. Znaczenie sektora bankowego dla sprawności cyrkulacji środków w obrocie gospodarczym, a także przekształcanie terminu i ryzyka środków na rachunkach bankowych przy udzielaniu kredytów przy wykorzystaniu środków deponentów. I to środków w znacznym stopniu podlegającym ustawowej ochronie gwarancyjnej przyczynia, wreszcie doświadczenia kryzysów bankowych z przeszłości sprawiają, że jest to sektor o najwyższym poziomie regulacji. Nadto rozwój rynku finansowego, obejmującego instytucje niebankowe, sprawia, że działalność banków odbywa się na wysoce konkurencyjnym rynku. Związki podmiotów działających na rynku finansowym z politykami, a także wpływ działalności tych podmiotów postawy i sytuację finansową klientów przyczyniają się do różnorodnych sytuacji w reakcjach decydentów czy legislację. W ostatnich dekadach przykładów dostarczają m.in. liberalizacja działalności banków spółdzielczych na początku lat 90. XX w., opóźnienie w objęciu nadzorem KNF Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych, spory w sprawie ograniczenia możliwości udzielania kredytów w walutach czy denominowanych w walutach obcych, kwestia podatku bankowego czy statusu WIBORU jako parametru w umowach kredytowych. Silna regulacja oznacza, że banki są wrażliwe na decyzje polityków, a pośrednio na *vox populi* – odzwierciedlający emocje społeczne klientów instytucji finansowych, w szczególności kredytobiorców, deponentów czy inwestorów. Przy czym, nie tylko z krajowych doświadczeń wynika, że emocje klientów cechują się bardzo wysokim tempem masowego przenoszenia (zaraźliwości). Czynnikiem akceleracji tempa zaraźliwości w przestrzeni społecznej są nowoczesne środki komunikacji elektronicznej. Przekonujących dowodów na błyskawiczne rozprzestrzenianie się epidemii obaw o środki powierzone bankom jest kryzys trzech banków w USA z pierwszego kwartału 2023 r.¹ (Michalewicz 2024; Miklaszewska 2023).

Negatywne emocje przekształcone w masowe zachowania, zwłaszcza przy poparciu polityków, niejednokrotnie z populistycznych przesłanek są elementem paniki moralnej i mogą poważnie szkodzić pojedynczym podmiotom, a w określonych sytuacjach całemu sektorowi usług finansowych. Przy czym panika moralna jest klasyczną kategorią socjologii oznaczającą sytuację, w której społeczeństwo reaguje nadmiernym lękiem, oburzeniem lub histerią na zjawisko postrzegane jako zagrożenie dla wartości moralnych lub porządku społecznego². Natomiast reakcja jest nieproporcjonalna do realnego ryzyka, a zjawisko zostaje wyolbrzymione przez media, polityków czy grupy interesu. Współcześnie panika moralna jest silnie powiązana z treściami zamieszczanymi w mediach. Ponadto w odniesieniu do sektora bankowego nie bez znaczenia jest historycznie zakotwiczony stereotyp lichwiarstwa, a współcześnie szeroko rozumianego bogactwa banków i bankierów, podejrzeń o nieuczciwe żerowanie na klientach itp. Pomimo ogromnego postępu w polskiej bankowości – po transformacji systemowej – w świadomo-

¹ W marcu 2023 r. upadły trzy banki: Silicon Valley Bank (SVB), Signature Bank (SB) oraz First Republic Bank (FRB). Bezpośrednią przyczyną gwałtowny odpływ depozytów, szczególnie nieobjętych gwarancjami FDIC przy wykorzystaniu kanałów elektronicznych.

² Twórcą pojęcia jest brytyjski socjolog Stanley Cohen. Moralna panika powstaje na styku mediów, opinii publicznej, grup interesu i władz.

ści znacznej części społeczeństwa ugruntował się stereotyp bankstera, zwłaszcza w związku ze sporami na tle umów o kredyty walutowe.

Warto dodać, że panika moralna w Polsce w kontekście systemu finansowego, choć nie tylko, moderowana jest z jednej strony przez poziom zaufania społecznego do systemu (wcześniej dość powszechnie banki określano jako instytucje zaufania publicznego), a z drugiej przez ustawodawstwo i specyfikę regulacji ostrożnościowych (zresztą w szczególności nieznanymi przeciętnemu użytkownikowi).

Celem pracy jest charakterystyka zjawiska paniki moralnej i syntetyczna analiza jej wpływu na sytuację banków oraz kondycję sektora bankowego w Polsce.

Artykuł oparty jest na studiach literaturowych. Część pierwsza analizuje pojęcie paniki moralnej i jej elementy, druga – rolę mediów społecznościowych w jej rozprzestrzenianiu oraz syntetycznie odwołuje się do tzw. kryzysu frankowego w Polsce, a część końcowa zawiera podsumowanie i rekomendacje.

1. PANIKA MORALNA – DEFINICJE I ROZRÓŻNIENIA

Panika moralna – to pojęcie wprowadzone przez Cohena (Cohen 1972), a zoperacjonalizowane przez Goode’a i Ben-Yehudę (Goode, Ben-Yehuda 2009) poprzez takie kryteria, jak nieproporcjonalność reakcji czy identyfikacja „kosztów ofiarnych”. Z paniką moralną związany jest nurt wywodzący się z teorii Kahnemana i Tversky’ego (1979). Nurt ten uwzględnia badania neuroekonomiczne, w których wykazano, że stany afektywne bezpośrednio wpływają na skłonność do ryzyka. Z kolei Shiller (2019) w koncepcji *narrative economics* wykazał, jak wirusowo rozprzestrzeniające się narracje strachu kształtują kryzysy finansowe³.

Klasyczne modele runu na banki (Diamond i Dybvig 1983) zakładały powolną dyfuzję informacji. Współczesne media i sieci komunikacyjne przybrały funkcje akceleratorów kryzysów. Badania Cooksona i współpracowników (Cookson i in. 2023) dowodzą, że media społecznościowe radykalnie przyspieszają ten proces, a niemal idealnym przykładem jest kryzys Silicon Valley Bank z 2023 roku.

Jak zauważa Anita Howarth (2013), zarówno teoria paniki moralnej, jak i współczesne teorie społeczeństwa, ryzyka analizują sposób, w jaki zagrożenia są społecznie konstruowane w warunkach nasilonego lub przesadzonego niepokoju. Obie przyznają mediom centralną rolę w relacjach między władzą, opinią publiczną i grupami interesów.

Z punktu widzenia ścisłości naukowej problemem jest brak jednolitej definicji tego złożonego zjawiska. Dlatego relatywną przewagą merytoryczną ma definicja Stanleya Cohena. Definiuje

³ *Narrative economics* polega na badaniu, jak opowieści – popularne, powtarzane społecznie historie o gospodarce – wpływają na decyzje ekonomiczne ludzi i przebieg zjawisk makroekonomicznych. To podejście, rozwinięte przez Roberta Shillera, traktuje narracje jako zjawiska „zaraźliwe”, rozprzestrzeniające się jak epidemie i kształtujące oczekiwania, nastroje oraz zachowania konsumentów, inwestorów i polityków.

on panikę moralną jako stan, w którym zjawisko lub pewna grupa zjawisk zostają przedstawione przez media jako zagrożenie dla wartości społecznych w sposób stereotypowy i nieproporcjonalny, mobilizując grupy interesów, w tym ekspertów i dziennikarzy, a także polityków do odpowiednich diagnoz oraz proponowania rozwiązań. Niektóre paniki zanikają, inne mają – jak ujmuje to Cohen (2002): „poważniejsze i długotrwałe reperkusje w postaci zmian prawnych i instytucjonalnych”.

Scott P. Hier (2020) paniki moralne rozumie jako ulotne epizody w ramach długoterminowych projektów regulacji moralnej. W jego opinii to właśnie poprzez proces nadawania znaczeń zjawiskom społecznym (dyskursywnie artykułowane jako „my kontra oni”) paniki moralne wytwarzają społeczne podmiotowości i tożsamości zarówno dla innych, jak i dla siebie.

Mamy więc do czynienia ze zjawiskiem, które *de facto* wydarza się w systemie, w którym tzw. znaczący inni czy też liderzy opinii wpływają na władzę ustawodawczą i wykonawczą w taki sposób aby regulowała dane zjawiska, które ci inni uznają za szkodliwe dla pewnej grupy społecznej. Należy dodać, że postulowane regulacje albo ograniczenia przedmiotowego zjawiska nie ma na celu dobra wspólnego (ogólnego), a faworyzuje partykularny interes danej grupy.

Goode i Ben-Yehuda, biorąc pod uwagę dwa kryteria, a mianowicie motyw i dostęp do władzy, sformułowali trzy modele powstawania paniki moralnej:

- model siły oddolnej – panika moralna rozpoczyna się tu od szarego człowieka i przejawia się jako intensywnie odczuwane niepokoje społeczne, wywierające presję na organizacje, *mass media* oraz grupy polityczne, stające się kanałami manifestacji społecznych nastrojów;
- model inżynierii elit – panika moralna jest wynikiem działań osób lub grup interesu wywołujących i podtrzymujących w społeczeństwie obawy czy niezadowolenie wobec konkretnego zjawiska, nie stwarzającego realnego zagrożenia dla ładu społecznego, odwracając uwagę od faktycznego problemu, którego likwidacja zagrażałaby interesom elity;
- model grupy interesów – jako inicjatora niepokoju – uznający, że różne grupy interesów (media, organizacje, grupy religijne, policja, instytucje naukowe lub edukacyjne, grupy zawodowe itp.) niezależnie generują i podtrzymują panikę moralną, która jest postrzegana przez ww. grupy jako reakcja na zagrożenie ładu (Zielińska 2004, s. 167).

Za Davidem Garlandem można przyjąć, że kluczowe znaczenie dla paniki moralnej ma narracja zjawiska i opisanie efektu spirali wytworzonego przez reakcje mediów, opinii publicznej, grup interesu i władz (Garland 2008, s.19–21).

Erich Goode’a i Nachmana Ben-Yehuda wyróżniają pięć zasadniczych elementów paniki moralnej.

- 1) niepokój (ang. *concern*) – musi istnieć świadomość, że zachowanie danej grupy lub kategorii może mieć negatywny wpływ na społeczeństwo i zakłócenie porządku społecznego;
- 2) wrogość i niechęć – wobec danej grupy, wyróżnionej ze społeczeństwa ze względu na swą odmienność, powodująca symboliczny podział na my i oni;

- 3) ogólna zgoda społeczna lub określonej grupy społecznej co do tego, że inna część społeczeństwa lub inna grupa stanowi bardzo realne zagrożenie dla ogółu;
- 4) nieproporcjonalność – występuje duża dysproporcja między przestanką paniki moralnej a rzeczywistym zagrożeniem wynikającym z danego zjawiska;
- 5) chwiejność/zmienność (ang. *volatility*) – zjawisko paniki moralnej jest wysoce niestabilne i zaniknąć może tak szybko, jak się pojawiło, np. z powodu zanikania publicznego zainteresowania (Goode, Ben-Yehuda 2009).

Wysoki stopień zaniepokojenia opinii publicznej towarzyszy większości zmian na rynkach finansowych. W szczególności tym, które są postrzegane jako niekorzystne dla klientów instytucji finansowych, a zwłaszcza postrzeganym jako grożącym kryzysem, przynoszącym dolegliwe konsekwencje czy straty finansowe⁴. Wystąpienie problemów, nagłaśnianie zwiększonego ryzyka czy choćby uświadomienie szansy na poprawę swej sytuacji poprzez spór sądowy z drugą stroną umowy stymulują narastające poczucie wrogości czy też nienawiści do instytucji reprezentujących rynki finansowe – banków. Owa nienawiść może owocować takimi przedsięwzięciami, jak „Occupy Wall Street”, Stowarzyszenie Pokrzywdzonych Przez System Bankowy i Prawny, Stowarzyszenie Stop Bankowemu Bezprawiu (SBB), czy innymi niepokojami społecznymi. Wygenerowanie gorących emocji sprzyja podejmowaniu nieproporcjonalnych do poczucia krzywd działań. Uświadomieniu krzywdy – które Cohen nazywa wyczuleniem (ang. *sensitization*) – towarzyszy często niemal histeryczna reakcja społeczeństwa na dane zjawisko. Może to być nawet najdrobniejsze zamieszanie, które znajduje się w centrum zainteresowania mediów czy sił porządkowych. We wcześniejszych ujęciach zakładano, że media i instytucje państwa, nagłaśniając zachowania odbiegające od norm społecznych (dewiacyjne), wykorzystują panikę do budowania społecznego poparcia dla zaostrzenia kontroli (Ungar 2001, s. 280). Współcześnie zbiór podmiotów uczestniczących w panice moralnej jest szerszy. Stanley Cohen (2002) wyróżnia cztery grupy aktorów, których działalność powinna zostać poddana analizie w badaniu paniki moralnej:

- opinię publiczną,
- siły porządku prawnego (ang. *law enforcement*),
- polityków i legislatorów,
- aktywistów (ang. *action groups*).

S. Cohen ostatnią z wymienionych grup określa jako: przedsiębiorców moralności (ang. *moral entrepreneur*), występujących w imieniu opinii publicznej, uzurpujących sobie prawo do wskazywania dewiantów i definiowania ich zachowań jako łamiących moralność publiczną, natomiast własne zaangażowanie prezentując jako wyraz troski o wartości dominujące w społecz-

⁴ W sytuacji braku niepokojów na rynku bankowym deponenci rzadko interesują się systemem gwarantowania depozytów. Jednak w przypadkach pojawienia się informacji czy choćby pogłosek o możliwości problemów w bankach klienci intensywnie korzystają z *call center* Bankowego Funduszu Gwarancyjnego lub dopytują pracowników banków o bezpieczeństwo swych pieniędzy na rachunkach bankowych.

ności i jej bezpieczeństwo (Cohen 2002). Aktywiści przeważnie podejmują działania w koalicji z innymi aktorami w przestrzeni publicznej.

Jak pisze Stanisław Wargacki (2009, s. 15): „*Panika moralna musi mieć kolektywnego, prawdziwego czy też wyobrażonego kozła ofiarnego, będącego uosobieniem i symbolem zła, który staje się obiektem projekcji zbiorowych lęków – potworem ludzkiej wyobraźni. Obraz uosobionego zła kształtowany jest w programach telewizyjnych i audycjach radiowych; pisze o nim prasa, ożywia pamięć zbiorową i stereotypy*”. Adresat paniki moralnej nie musi mieć z góry określonej charakterystyki.

Krytyka koncepcji paniki moralnej koncentruje się na kilku kluczowych jej ograniczeniach, które podważają jej analityczną użyteczność. Centralne założenie koncepcji paniki moralnej polega na tym, że reakcja społeczna jest nieproporcjonalna do rzeczywistego zagrożenia (Cricher 2008, s. 1130). Krytycy wskazują, że brak jest obiektywnych kryteriów określania, co stanowi właściwą proporcję reakcji społecznej, a ocena proporcjonalności ma miejsce z określonej perspektywy społecznej i kulturowej (Cornwell, Linders 2002).

Sheldon Ungar (2001) zauważa, że koncepcja paniki moralnej jest zakorzeniona w liberalnych założeniach o racjonalności i proporcjonalności. Wprowadza on pojęcie racjonalnej paniki jako reakcji, która w perspektywie długoterminowej okazuje się zasadnym ostrzeżeniem. Według Ungara niektóre reakcje klasyfikowane jako paniki moralne mogą stanowić uzasadnione odpowiedzi na rzeczywiste zagrożenia, szczególnie gdy uwzględnia się trudność w ocenie długoterminowych konsekwencji. Reakcje uznawane za paniczne w jednym okresie mogą okazać się trafne w perspektywie historycznej.

Krytyczne uwagi w stosunku do koncepcji paniki moralnej nie oznaczają jej całkowitego odrzucenia, ale wskazują na konieczność jej bardziej refleksyjnego i kontekstualnego zastosowania w analizie społecznej.

2. ROLA MEDIÓW SPOŁECZNOŚCIOWYCH W AMPLIFIKACJI PANIK MORALNYCH

Panika moralna, jako zjawisko socjologiczne, charakteryzuje się nagłym wzrostem zbiorowego niepokoju wobec postrzeganego zagrożenia dla wartości społecznych, często wyolbrzymianego przez media (Cohen 2002). Media społecznościowe (np. X – dawniej Twitter) działają jako katalizatory rozprzestrzeniania się zaraźliwych emocji u odbiorców (często zbiorowych), wywołanych publikowanymi informacjami, nawet gdy są nieprawdziwe. W społeczeństwach, w których media społecznościowe odgrywają kluczową rolę w kształtowaniu opinii publicznej, w tym w Polsce, amplifikacja panik jest szczególnie widoczna w sektorze finansowym. Przykładem tego mogą być kryzysy walutowe czy konflikty kredytobiorców z bankami na tle kredytów frankowych.

Platformy internetowe i media społecznościowe przyspieszają procesy opisane w ugruntowanych teoriach (np. spirala medialna Garlanda (2008)). Chodzi tu o mechanizm, w którym reakcja społeczna na dewiację prowadzi do jej dalszej eskalacji, a nie ograniczenia (Wilkins 1964;

Hall i in. 1978). Na rynku finansowym łączyć emocje społeczne generują ryzyko destabilizacji podmiotu lub podmiotów tego rynku.

Media społecznościowe, w tym X/Twitter, wzmacniają paniki moralne poprzez mechanizmy algorytmiczne, które promują treści emocjonalne i wirusowe, co prowadzi do efektu zamkniętych baniek informacyjnych (ang. *echo chamber*) i szybkiego rozprzestrzeniania się lęków (Walsh 2020). Przykładem tego są enuncjacje w mediach społecznościowych, w których zwykli użytkownicy, influencerzy czy politycy popularyzują negatywne narracje o wybranych podmiotach czy grupach zawodowych. Dotyczy to w całej rozciągłości nagłaśniania określeń typu „banksterzy” czy „systemowe oszustwo” na tle relacji klientów z bankami, co demonizuje instytucje finansowe i wywołuje negatywne zbiorowe reakcje. Na przykład, w przypadku frankowiczów – grupy kredytobiorców dotkniętych wzrostem kursu CHF – X/Twitter służy do organizacji protestów, udostępniania historii osobistych krzywd i nawoływania do bojkotów banków. Posty o skali krzywd frankowiczów, jak te podkreślające odpowiedzialność banków (Życie bez Kredytu 2021), napędzają emocje, tworząc podział na pokrzywdzonych (ofiary) i krzywdzących („oprawców”), co wpisuje się w element wrogości paniki moralnej (Goode, Ben-Yehuda 2009).

W odniesieniu do instytucji sektora finansowego media społecznościowe mogą wywoływać paniki depozytowe, gdyż plotki o niestabilności banków prowadzą do masowych wypłat środków, co obniża płynność zagrożonej instytucji. Masowe wypłaty w pojedynczym banku lub w części sektora nie muszą jednak destabilizować całego systemu – skala zagrożenia zależy od zdolności banku centralnego i sieci bezpieczeństwa finansowego do utrzymania płynności oraz ogólnego poziomu rezerw sektora. Zielińska (2004, s. 166–167) podkreśla, że media, w tym społecznościowe, generują panikę jako reakcję na zagrożenie tadu społecznego, odwracając uwagę od realnych problemów.

W teorii ryzyka finansowego, czerpiącej z koncepcji społeczeństwa ryzyka (Beck 2002), niepewność ekonomiczna (np. wahania walut, inflacja) łączy się z panikami moralnymi, tworząc spiralę destabilizacji (Garland 2008, s. 13–16). Garland analizuje to w kontekście spirali medialnej: media, opinia publiczna, grupy interesu i władze wzajemnie się napędzają, wywołując zagrożenia moralne, co prowadzi do nieproporcjonalnych reakcji (np. pochopne regulacje). W Polsce media społecznościowe przyspieszają tę spiralę, integrując emocje z ryzykiem finansowym. Polskie analizy, zwłaszcza w kontekście penalnego populizmu⁵, pokazują, że media społecznościowe wzmacniają spiralę poprzez dramatyzowanie zdarzeń czy podmiotów (w tym posługiwanie się epitetami wobec banków, personalizując je takimi określeniami, jak *bestie* czy *banksterzy*) i nadawanie ryzyku cech systemowych (Karaźniewicz, Kotowska 2011, s. 50–55). W efekcie, panika moralna wokół sektora finansowego zwiększa ryzyko systemowe. W ostatnich latach przykładem jest straszenie Putinem, bądź wysoką inflacją na platformie X, co może prowadzić do spadków indeksów na GPW czy osłabienia złotego (Borowski, Jaworski 2024, s. 33–45).

⁵ Populizm penalny oznacza tworzenie i zaostrzanie prawa karnego pod wpływem emocji, presji opinii publicznej i medialnych narracji, a nie na podstawie rzetelnych analiz ekspertów czy danych kryminologicznych.

Badania polskie wskazują, że media społecznościowe potęgują paniki poprzez interaktywność: komentarze, retweety i hashtagi umożliwiają masowe nawoływanie do agresywnych zachowań; np. linczu medialnego na banksterach (Juza 2015; Naruszewicz-Duchlińska 2015). Innym przykładem może być panika walutowa w następstwie rosyjskiej wojny hybrydowej polegającej na upowszechnianiu fałszywych informacji w mediach społecznościowych w Polsce (Mroczyńska 2022, s. 111). Podobnie, w 2022 r., po rosyjskiej inwazji na Ukrainę, panika wokół paliwa, leków czy wypłat pieniędzy z rachunków bankowych napędzana plotkami lub fakenewsami w sieci – miała typowe cechy ataku hybrydowego, w którym media społecznościowe pełniły funkcję kanału informacyjnego wywołującego niepokój społeczny (Singer, Brooking 2018). Powyższe przykłady ilustrują proces masowej zaraźliwości emocji w środowisku cyfrowym, gdzie nawet pojedynczy post może osiągnąć tysiące interakcji, eskalując lęk w skali masowej (Vosoughi i in. 2018).

Zielińska (2004) podkreśla, że media – w ich nowszych, społecznościowych odstonach – generują panikę jako reakcję na postrzegane zagrożenie ładu społecznego, odwracając uwagę od realnych problemów strukturalnych.

Mechanizm wzmacniania spirali dewiacji (ang. *deviance amplification spiral*)⁶, opisany pierwotnie przez Wilkinsa (1964) i rozwinięty przez Halla i współpracowników w analizie paniki wokół przestępstw ulicznych, ukazuje, jak sensacyjne ujmowanie informacji w mediach wywołuje reakcje społeczne i instytucjonalne, które z kolei nasilają samo zjawisko postrzegane jako zagrożenie (Hall i in. 1978)⁷.

W sektorze finansowym podobne procesy mają realne skutki ekonomiczne. Po inwazji Rosji na Ukrainę w lutym 2022 r. medialna narracja o zagrożeniu Polski zbiegła się z gwałtownym osłabieniem złotego; kurs EUR/PLN przekroczył 4,65, a panika wśród inwestorów doprowadziła do przecen na WGPW oraz interwencji walutowej NBP (Forsal 2022; Parkiet 2022). Garland (2008) podkreśla, że paniki moralne mogą mieć reperkusje instytucjonalne, na skutek presji na zaostrzenie regulacji lub zmiany polityki publicznej. Mechanizm ten można obserwować m.in. w polityce monetarnej czy nadzorze finansowym.

Podsumowując, media społecznościowe pełnią funkcję katalizatora zaraźliwych emocji (Vosoughi i in. 2018). W przypadku polskiego sektora finansowego te media stymulują lub wzmacniają paniki moralne, tącząc klasyczną spiralę medialną (Hall i in. 1978; Garland 2008) ze wzrostem postrzeganego ryzyka krzywd w części społeczeństwa (Beck 2002). W szczególności może to prowadzić do tzw. runu deponentów na bank lub banki, zmian kursu złotego do walut obcych, a nawet pochopnych reakcji regulacyjnych.

⁶ W socjologii spirala wzmacniania dewiacji występuje w społeczeństwach lub środowiskach społecznych, gdy podejmowane są próby wyeliminowania lekko dewiacyjnych lub przestępczych zachowań poprzez etykietowanie i zawstydzanie ich w sposób, który ostatecznie służy dalszej marginalizacji osób postrzeganych jako dewiacyjne i powoduje, że angażują się one w dalsze dewiacje, nasilając tym samym dezaprobatę społeczną i utrwalając cykl.

⁷ Analizy populizmu penalnego w Polsce dokumentują podobny mechanizm – media jako główny kanał kształtujący nastroje punitywne wobec wskazanych grup (Karaźniewicz, Kotowska 2011). Populizm penalny to kształtowanie przepisów karnych pod wpływem emocji i mediów, bez uwzględniania opinii ekspertów, charakteryzujące się represyjnością i brakiem współczucia dla sprawców przestępstw.

3. PANIKA MORALNA I RUN DEPONENTÓW NA IDEA BANK I GETIN NOBLE BANK

Sytuacja finansowa Idea Banku i Getin Noble Banku w drugiej połowie drugiej dekady XXI w. była przedmiotem szczególnego zainteresowania instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego, m.in. w związku z rosnącymi stratami z działalności. Wiedza o pogarszaniu standingu tych banków nie była powszechna, choć w środowisku bankowym i wśród ekspertów finansowych nie sposób było ją ukryć. W listopadzie 2018 r. w Idea Banku i Getin Noble Banku ujawnił się kryzys płynnościowy po gwałtownym odpływie środków. Odpływ następował zarówno kanałami bankowości elektronicznej, jak i poprzez wypłaty w oddziałach; brak publicznie dostępnych danych o strukturze tych kanałów nie pozwala jednak jednoznacznie zakwalifikować zjawiska jako „cyfrowej” paniki depozytowej w ścisłym znaczeniu. Ówczesne przyczyny tego kryzysu wynikały bezpośrednio z wypływu depozytów po ujawnieniu w mediach informacji z poufnego nagrania rozmowy dominującego akcjonariusza Leszka Czarneckiego z Przewodniczącym Komisji Nadzoru Finansowego Markiem Chrzanowskim. Warto dodać, że sytuacja finansowa obu banków budziła już wcześniej obawy instytucji sieci bezpieczeństwa, a od 2016 roku banki te realizowały programy postępowania naprawczego. Zagrożenia wypłacalności tych banków wynikały m.in. z toksycznego portfela kredytów frankowych, ryzyk prawnych, narastających strat, problemów płynnościowych, a także działań nadzorczych, które wywołały kryzys reputacyjny, a wreszcie run depozytowy⁸. Pomoc płynnościowa NBP pozwoliła tymczasowo ustabilizować sytuację, jednak nie zlikwidowała przyczyn strukturalnych zagrożeń niewypłacalnością.

W kontekście paniki moralnej należy podkreślić znaczenie opublikowania informacji z rozmowy L. Czarneckiego z M. Chrzanowskim upowszechniane nie tylko w klasycznych mediach ogólnopolskich, ale także szeroko upowszechnianych w mediach społecznościowych⁹.

W 2018 r. Idea Bank zanotował stratę rzędu 1,9 mld zł, a współczynniki kapitałowe gwałtownie spadły do 2,5%, znacznie poniżej wymagań ostrożnościowych. Po 2018 r. Idea Bank wszedł w spiralę kryzysu, która zakończyła się ogłoszeniem przymusowej restrukturyzacji z dniem 30.12.2020 r. i przejęciem przedsiębiorstwa Idea Banku przez Bank Pekao na początku 2021 r. Wartość przejętych depozytów wynosiła ok. 14,6 mld zł. Następnie w lipcu 2022 ogłoszono upadłość resztkowej spółki Idea Banku, w której pozostawiono akcje i obligacje podporządkowane, a które umorzono (*bail-in*).

⁸ Oświadczenie Bankowego Funduszu Gwarancyjnego oraz Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące przymusowej restrukturyzacji Getin Noble Banku. Więcej w Systemie Informacji Prawnej LEX: https://sip.lex.pl/orzeczenia-i-pisma-urzedowe/pisma-urzedowe/oswiadczenie-bankowego-funduszu-gwarancyjnego-oraz-urzedu-185249007?utm_source=copilot.com (dostęp: 04-09-2026).

⁹ Na marginesie warto podnieść aspekt niskiej wiedzy społeczeństwa o procesach upadłościowych i naprawczych. Przysłowiowy efekt dolania oliwy do ognia przyniosło nagłośnienie fragmentu nagrania L. Czarneckiego, w którym mowa o rzekomym planie Zdzisława (Zdzisław Sokół ówczesny Prezes Bankowego Funduszu Gwarancyjnego i przedstawiciel Prezydenta A. Dudy w KNF) przejęcia zagrożonego banku za złotówkę i dokapitalizowanie go kwotą 2 mld zł. Bez uwzględnienia wartości netto banku (z uwzględnieniem strat i zobowiązań banku) kwota 1 zł dla „szarego” klienta banków jest kardynalnie myląca.

Po 2018 r. Getin Noble Bank wszedł w trwały kryzys kapitałowy, który zakończył się wszczęciem przymusowej restrukturyzacji (30.09.2022 r.), przeniesieniem zdrowej części aktywów do banku pomostowego - VeloBanku, w tym depozytów o wartości 39,5 mld zł, a następnie upadłością resztkowej spółki w lipcu 2023 r. Przypadek Getin Noble Banku był największym *proces resolution* w historii polskiej bankowości.

Interpretacja runu na analizowane banki wyłącznie w kategoriach paniki moralnej jest uproszczeniem. Trzeba bowiem uwzględnić pogarszający standing finansowy, a także system gwarancji depozytów. Specyfika gwarancji BFG wymagałaby odpowiedniej segmentacji klientów banku, przynajmniej z uwzględnieniem grupy klientów, których wierzytelności wobec banku przekraczały limit gwarancji, wynoszący równowartość 100.000 euro, a także posiadaczy obligacji czy innych instrumentów finansowych nie korzystających z gwarancji. Odrębny segment stanowią tzw. frankowicze, liczący na korzystne rozstrzygnięcia sporów z bankami, na podstawie uznania za abuzywne klauzul w mieszkaniowych umowach kredytowych.

W syntetycznie scharakteryzowanej sytuacji Getin Noble Banku na emocje klientów wpływały liczne publikacje o negatywnym dla banku wydźwięku. W tych okolicznościach podejmowane przez Bank działania z wykorzystaniem arsenatu *public relations* nie mogły znacząco poprawić wizerunku i przywrócić zaufania publicznego, choć ostatecznie udało się ustabilizować wpływ środków (Stockwatch.pl, 2022). Jednak zgodnie z założeniami koncepcji paniki moralnej koncentracja klientów na ryzyku upadłości wywierała presję nie tylko na banki ale i instytucje sieci bezpieczeństwa. Tym bardziej, że ewentualna ich upadłość i konieczność wypłaty środków gwarantowanych (ca 54,1 mld zł) oraz wartość innych wierzytelności nie miała precedensu w polskim systemie bankowym. Pomimo kontrowersji co do adekwatności rozwiązań przyjętych w Rozporządzeniu Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 25 maja 2017 r. w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach można przyjąć, że przynajmniej w części były motywowane ryzykiem niepokojów społecznych.

Pogłębiona analiza paniki moralnej w kwestii kredytów frankowych, w szerszej niż socjologiczna perspektywie, wymagała by subtelnej segmentacji frankowiczów na tych, którzy przy zaciąganiu kredytów uprawiali typowy bezpieczny hazard (ang. *moral hazard* *moralny*) i tych, którym banki w procesie badania zdolności kredytowej zamiast kredytów złotych proponowały skorzystanie z kredytów walutowych lub denominowanych w walutach. Chodzi przede wszystkim o kredyty w CHF, ze względu na korzystny kurs PLN/CHF i oprocentowanie. Dodatkowo istotna jest kwestia świadomości ryzyka walutowego.

Uwzględniając koncepcję paniki bankowej w interpretacji powstania zaraźliwych emocji trzeba by uwzględnić interesy grupy zawodowej prawników z kancelarii prawnych (interesowna reprezentacja kredytobiorców) czy polityków deklaratorynie stojących w obronie możliwości zaciągania kredytów walutowych, jakoby korzystniejszych dla klientów (pomimo sprzeciwu KNF i ostrzeżeń Związku Banków Polskich). Wystąpiła także reakcja regulatorów w postaci Reko-

mendacji S KNB z 2006 r., zaostrzającej zasady udzielania kredytów walutowych i mającej zarówno charakter prewencyjny, jak i stabilizacyjny (KNB 2006), a testy warunków skrajnych EBA potwierdzały odporność polskich banków na ryzyko kredytów frankowych (EBA 2023).

4. SPORY KREDYTOBIORCÓW Z BANKAMI W ZWIĄZKU Z UMOWAMI MIESZKANIOWYCH KREDYTÓW W CHF

W konwencji paniki moralnej można rozpatrywać sukcesywnie narastający konflikt kredytobiorców posiadających tzw. frankowe umowy kredytowe z bankami kredytodawcami. Istota sporu wywodziła się z ryzyka prawnego dotyczącego klauzul umownych, w których znaczna część środowiska prawniczego dopatrywała się ich abuzywnego charakteru, zresztą nie bez egoistycznie postrzeganych korzyści dla swej działalności. Uprawdopodobnienie materializacji tego ryzyka generowało konieczność tworzenia stosunkowo wysokich rezerw przez banki.

Kryzys związany z kredytami mieszkaniowymi we frankach szwajcarskich (CHF) przekształcił się w Polsce z problemu części sektora bankowego w ogólnonarodową dramę społeczną, zdominowaną przez narracje o „ofiarach” i „oprawcach”. Wykorzystując model Stanleya Cohena do analizy dojrzewania problemu oraz generowania ryzyka destabilizacji systemu bankowego, trzeba uwzględnić organizowanie grup sprzeciwu wobec postanowień umów kredytowych, wspomaganych zainteresowaniem prawników dostrzegających interes w prowadzeniu sporów klientów z bankami czy nawet skupowaniu kredytów, doniesienia medialne, w tendencji wspierające racje kredytobiorców, wypowiedzi polityczne i relacje osobiste, aby ujawnić głębsze mechanizmy społeczne, które doprowadziły do redefinicji relacji między obywatelem, państwem a instytucjami finansowymi.

Kredytów mieszkaniowych w CHF udzielano w Polsce na masową skalę w latach 2005–2008, o łącznej wartości ok. 116 mld zł według stanu z momentu udzielenia (BIK, za: KNF). Od 2012 r. nie są one już powszechnie udzielane, a wartość portfela systematycznie maleje – na koniec 2018 r. w bilansach banków pozostawało 457,3 tys. kredytów CHF o łącznej wartości 104,8 mld zł (KNF 2019). Spadek wynika ze spłat, ugod, przewalutowań oraz unieważnień umów na drodze sądowej.

Z raportów KNF o ryzyku walutowym i portfelach kredytów mieszkaniowych wynika, że na koniec 2018 r. wartość portfela wynosiła ok. 104,8 mld zł i obejmowała 457,3 tys. czynnych umów. Natomiast na koniec 2025 r. portfel kredytów frankowych w Polsce. wynosił już tylko ok. 8,2 mld zł, przy ok. 115–150 tys. aktywnych lub spornych umów w sektorze. Gwałtowny spadek wartości i liczby kredytów frankowych spowodowany był masowymi ugodami (np. mBank rozliczył 40% portfela ugodami)¹⁰, prawomocnymi wyrokami unieważniającymi umowy, spłatami i przewalutowaniami przy praktycznym braku nowej sprzedaży kredytów walutowych od 2011 r.

¹⁰ mBank wygrał 3 z 1081 spraw frankowych w pół roku. Pełne dane w raporcie: Frankowicze, kredyty euro, ugody i kredyty spłacone. Sosnowski, Adwokaci i Radcowie Prawni. <https://www.sprawy-przeciwko-bankom.pl/> (dostęp: 4.09.2026).

Tabela 1. Mapowanie kryzysu frankowiczów na ramę teoretyczną paniki moralnej

Elementy paniki moralnej	Przejawyw sprawie „Frankowiczów”
Podstawowy lęk społeczny	Ryzyko egzystencjalne, niepewność ekonomiczna, kulturowa wartość posiadania domu, nieufność wobec banków, przewaga profesjonalnej instytucji nad szarym klientem
Koziół ofiarny	Sektor bankowy jako banksterzy, banki jako instytucje chciwe i amoralne
Przedsiębiorcy moralni	Aktywiści (Tomasz Sadlik, małżeństwo Dziubak) i organizacje (Stowarzyszenie Pokrzywdzonych Przez System Bankowy i Prawny, Stowarzyszenie Stop Bankowemu Bezprawiu)
Wzmocnienie medialne	Podkreślanie statusu klientów jako ofiar i czarne scenariusze dla sektora bankowego
Reakcja polityczna	Obietnice interwencji legislacyjnej – wycofane ale sama groźba oddziałuje na rynek
Symbolizacja i metafory	klauzule abuzywne jako symbol chciwości
Reakcja społeczna	Lokalne i ogólnokrajowe protesty, masowe spory sądowe, orzeczenia sądów powszechnych, Sądu Najwyższego i TSUE

Źródło: opracowanie własne.

Analiza protestu frankowiczów przez pryzmat teorii paniki moralnej ukazuje, jak problem ryzyka prawnego przekształcił się w krucjatę moralną zagrażającą stabilności polskiego sektora bankowego. Przypadek ten wnosi jednak nowe elementy do klasycznej teorii: „ludowym diabłem” (ang. *folk devil* – figura zbiorowego zagrożenia symbolicznie obarczana odpowiedzialnością za naruszenie wartości społecznych; Cohen 1972, s. 9) stała się duża instytucja finansowa, a panika została instrumentalnie wykorzystana przez polityków. Najważniejszym doświadczeniem jest jednak rola części wymiaru sprawiedliwości, który opierając się na przesłankach formalnych, stając po stronie konsumentów, zwalidował moralne roszczenia ruchu społecznego. W paradygmacie ekonomii kuriozalnie wręcz przyczyniając się do tego, że wartość pieniądza w czasie wynosiła zero % (w przypadku unieważnienia umowy kredytowej). Liczba pozwów frankowych gwałtownie wzrosła po 2019 r., osiągając ponad 90 tys. nowych spraw w 2023 r. W 2024 r. do sądów wpłynęło ok. 82,7 tys. nowych pozwów, natomiast na początku 2025 r. w toku pozostawało ok. 166 tys. spraw frankowych (Ministerstwo Sprawiedliwości 2025).

Doświadczenia kryzysu frankowego w Polsce doprowadziły nie tylko do istotnej erozji postrzegania banków jako instytucji zaufania publicznego – u znacznej części społeczeństwa, ale także bezprecedensowo wzmocniło pozycję konsumenta na rynku finansowym. Zresztą nie bez wpływu ustawodawstwa prokonsumenckiego Unii Europejskiej. W perspektywie socjologicznej można zaryzykować tezę, że omawiana ‘frankowa’ panika moralna stanie się opowieścią o obywatelskim przebudzeniu i triumfie mocy prawa nad siłą kapitału.

PODSUMOWANIE

Struktura paniki moralnej może stanowić użyteczną ramę analityczną pozwalającą wyjaśnić, a przynajmniej interpretować, w jaki sposób wyolbrzymione relacje i obawy dotyczące problemów społecznych oraz dewiacji przenikają do opinii publicznej i polityki (Cohen 2002; Garland 2008). Typowy model to sekwencja obejmująca dane wydarzenie/zjawisko, interes grupy społecznej i/lub zawodowej, presja medialna związana z wydarzeniem/zjawiskiem, nagłaśniana krytyka ze strony opozycji politycznej, reakcja decydentów, uchwalanie – często pochopnie opracowanych – aktów normatywnych (Cohen 2002; Goode, Ben-Yehuda 2009). W szczególnych okolicznościach, zarówno w krótkim, jak i średnim okresie panika moralna może generować zagrożenie dla stabilności sektora finansowego, natomiast w długim okresie jej efemeryczny charakter ogranicza skutki, a nawet wygasza potencjał destabilizacji.

Rozważania przeprowadzone w artykule w syntetyczny sposób ilustrują wpływ paniki moralnej wzmacnianej działaniami innych aktorów, w tym zwłaszcza głośną medialnie i masową reakcją mediów tradycyjnych i społecznościowych na punktową destabilizację banków, a nawet ryzyko destabilizacji sektora bankowego. Empiryczne potwierdzenie lansowanej tezy wymagałoby pogłębionych badań, w tym pozyskania danych w ujęciu longitudinalnym i odpowiednim estymowaniem siły związku lub zależności terminów wystąpienia zjawiska, jego upublicznienia i upowszechnienia w mediach, w tym zwłaszcza społecznościowych, a także uwzględnienie odpowiednio szczegółowych informacji odzwierciedlających zmianę sytuacji finansowej poszczególnych banków.

Analiza kryzysu kredytów frankowych w kategoriach paniki moralnej wskazuje, że krótkotrwały napór emocji i obaw może mieć daleko idące konsekwencje dla sektora finansowego. Kluczowym elementem jest sposób, w jaki przedsiębiorcy moralni i ich pomocnicy, zarówno jako jednostki, jak i grupy aktywnie definiujące publicznie, co jest społecznym problemem, – budują narrację o zagrożeniu, wyolbrzymiając ryzyko i upraszczając jego przyczyny¹¹. W konsekwencji społeczeństwo lub jego część oczekuje szybkich reakcji od decydentów, regulatorów czy ustawodawcy, które nierzadko przybierają postać doraźnych, nie w pełni przemyślanych czy racjonalnych rozwiązań.

Przypadek kredytów frankowych w Polsce dowodzi, że nawet w warunkach stosunkowo wysokiego zaufania do instytucji bankowych¹² może dojść do gwałtownego zachwiania lub utraty wiarygodności. Panika stymulowana przez pogłoski o ryzyku upadłości banku, upowszechnianie hiobowych wieści o załamaniu kursu waluty krajowej, czy gwałtownej podwyżce stóp procentowych albo zamrożeniu rachunków na skutek ataku hakerskiego czy wielkiej awarii systemowej przez przedsiębiorców moralnych i innych aktywistów skutecznie podgrzewa emocje, a ich utrwalanie w mediach przez efekt kuli śnieżowej lub lawiny zagraża stabilności systemu (por. Dec, Masiukiewicz 2015). Tego rodzaju kryzys ma charakter normatywny: bazuje na po-

¹¹ Por. mechanizm opisany w polskich badaniach nad panikami moralnymi w obszarze rodziny (Sokołowska 2015).

¹² Według badania CBOS (2012) w 2012 r. 62% Polaków uważało, że pieniądze powierzone bankom są bezpieczne.

czuciu naruszenia zasad sprawiedliwości i przekonaniu, że konsumenci padli ofiarą systemu, co może prowadzić zarówno do uzasadnionych żądań ochrony, jak i do działań szkodzących klientom i instytucjom (Życie bez Kredytu 2021). W odpowiedzi na panikę decydenci i kluczowi aktorzy na danym rynku czy w systemie powinni wykorzystywać nie tylko instrumenty normatywne czy realne decyzje ale prowadzić wiarygodne działania informacyjne i edukacyjne, najlepiej z udziałem uznanych autorytetów. Przy czym chodzi zarówno o efekt doraźny opanowujący daną panikę, jak i o efekt kompetencyjny pozwalający rozwinąć świadomość interesariuszy¹³. Tego typu przedsięwzięcia mają obecnie szczególną wartość gdy niemal praktyką codzienności jest upublicznianie *fake newsów* i ich silne uprawdopodobnianie z wykorzystaniem algorytmów dostosowanych do cech indywidualnych poprzez odpowiednie algorytmy platform internetowych.

Przypadek frankowiczów ujawnia także słabość krajowej refleksji teoretycznej nad paniką moralną. Dlatego potrzebne są dalsze analizy obejmujące szerokie spektrum zjawisk – od kryzysów finansowych po spory ideologiczne czy wręcz światopoglądowe – pozwalające zidentyfikować typowe cechy wspólne występujących mechanizmów generowania paniki, a także katalogowanie ich cech specyficznych. W dobie rosnącej roli fintechów i mediów społecznościowych, gdzie informacja rozprzestrzenia się błyskawicznie, istnieje ryzyko nowych typów panik moralnych, np. wokół kryptowalut czy platform pożyczkowych; wymagają one zwiększonej czujności oraz współpracy badaczy, praktyków rynku finansowego adekwatnej reakcji regulatorów i ustawodawcy. Moralna panika nie jest bowiem wyłącznie irracjonalną reakcją tłumu, lecz także sygnalizatorem realnych lęków i frustracji, które – jeśli zostaną zrozumiane i uwzględnione w polityce publicznej – mogą przyczynić się do rozwoju bardziej sprawiedliwego i stabilnego systemu finansowego (Sokołowska 2015).

W rozważaniach marginalnie potraktowano kwestię moralnego czy bezpiecznego hazardu, który jest silnie związany z paniką moralną. Jednak w odróżnieniu od paniki moralnej, która jest domeną socjologii, politologii czy kryminologii hazard moralny jest immanentnie związany z ekonomią i finansami. Skuteczne zarządzanie paniką moralną i hazardem moralnym wymaga integracji metodologicznej i metodycznej badań nad tymi kategoriami i ich interdyscyplinarnej konsolidacji.

BIBLIOGRAFIA

Bank.pl (2022), *Getin Noble Bank: miliard złotych straty w 2021 roku*, 29 kwietnia. <https://bank.pl/getin-noble-bank-miliard-zlotych-straty-w-2021-roku/> (dostęp: 25.04.2026).

Bank Millennium (2026), Grupa Banku Millennium – Wyniki roku 2025, Warszawa: Bank Millennium S.A., <https://www.bankmillennium.pl> (dostęp: 25.04.2026).

¹³ Komunikaty KNF po inwazji Rosji w 2022 r. ograniczały ryzyko paniki depozytowej (KNF 2022). Narodowy Bank Polski, po inwazji Rosji na Ukrainę 24 lutego 2022 r. dokonał interwencji walutowych na rynku, ograniczając gwałtowną deprecjację złotego (NBP 2022a). Komunikaty prezesa NBP pełniły funkcję uspokajającą wobec rynku i opinii publicznej, ograniczając ryzyko paniki walutowej i depozytowej (Borowski, Jaworski 2024, s. 33–45). Potwierdza to tezę o systemowej roli komunikacji ogień sieci bezpieczeństwa finansowego, a zwłaszcza banku centralnego w stabilizowaniu sytuacji w warunkach wystąpienia przesłanek kryzysu nawet o charakterze ponadnarodowym (NBP 2022b).

Beck U. (2002), *Spółeczeństwo ryzyka. W drodze do innej nowoczesności*, tłum. S. Cieśla, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.

BFG (2022), *Przymusowa restrukturyzacja Getin Noble Bank S.A.*, 30 września, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Warszawa, <https://bfg.pl/przymusowa-restrukturyzacja/przymusowa-restrukturyzacja-bankow-i-kas/przymusowa-restrukturyzacja-getin-noble-bank-s-a/> (dostęp: 25.04.2026).

BFG (2024), *Zasady gwarantowania depozytów*, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Warszawa, <https://www.bfg.pl/gwarantowanie-depozytow/zasady-gwarantowania-depozytow/> (dostęp: 25.04.2026).

Biuro Rzecznika Praw Obywatelskich (2023), *Restrukturyzacja Getin Noble Bank S.A. – działania RPO*, 9 stycznia, BRPO, Warszawa, <https://bip.brpo.gov.pl/pl/content/restrukturyzacja-getin-noble-bank-dzialania-rpo> (dostęp: 25.04.2026).

Borowski J., Jaworski K. (2024), *The Russian invasion of Ukraine and the exchange rate of the Polish zloty: A fallacy of monetary autonomy?*, „International Journal of Management and Economics”, 60(1), s. 33–45, DOI 10.2478/ijme-2023-0026

CBOS (2012), *Zaufanie do banków, Komunikat z badań BS/145/2012*, Centrum Badania Opinii Społecznej, Warszawa, https://cbos.pl/SPISKOM.POL/2012/K_145_12.PDF (dostęp: 25.04.2026).

Cohen S. (1972), *Folk Devils and Moral Panics: The Creation of the Mods and Rockers*, MacGibbon & Kee, London (wyd. 3: Routledge, 2002).

Cookson J. A., Fox C., Gil-Bazo J., Imbet J. F., Schiller C. (2023), *Social Media as a Bank Run Catalyst*, SSRN Working Paper No. 4422754 (opubl. jako: „Journal of Financial Economics”, 158, 2024), DOI 10.1016/j.jfineco.2024.103870

Cornwell B., Linders A. (2002), *The Myth of ‘Moral Panic’: An Alternative Account of LSD Prohibition*, „Deviant Behavior”, 23(4), s. 307–330, DOI 10.1080/01639620290086404

Critcher C. (2008), *Moral Panic Analysis: Past, Present and Future*, „Sociology Compass”, 2(4), s. 1127–1144, DOI 10.1111/j.1751-9020.2008.00122.x

Dec P., Masiukiewicz P. (2015), *Panika klientów banków a instrumenty szokowe dezaktywacji*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia”, XLIX(4), 107–117, DOI 10.17951/h.2015.49.4.107

Diamond D. W., Dybvig P. H. (1983), *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, „Journal of Political Economy”, 91(3), s. 401–419, DOI 10.1086/261155

Forsal (2022), *Złoty najstabszy od lat. Reakcja rynku*, Forsal.pl. <https://forsal.pl/finanse/waluty/artykuly/8367563,zloty-kurs-reakcja-wojna-ukraina.html> (dostęp: 2.03.2023).

Garland D. (2008), *On the concept of moral panic*, „Crime, Media, Culture”, 4(1), s. 9–30, DOI 10.1177/1741659007087270

Goode E., Ben-Yehuda N. (2009), *Moral Panics: The Social Construction of Deviance*, 2nd edn., Wiley-Blackwell, Chichester.

Hall S., Critcher C., Jefferson T., Clarke J., Roberts B. (1978), *Policing the Crisis: Mugging, the State, and Law and Order*, Macmillan, London.

Hier S. P. (2002), *Conceptualizing moral panic through a moral economy of harm*, „Critical Sociology”, 28(3), s. 311–334, DOI 10.1163/156916302320277574

Howarth A. (2013), *A 'superstorm': when moral panic and new risk discourses converge in the media*, „Health, Risk & Society, 15(8), s. 681–698, DOI 10.1080/13698575.2013.851180

Juza M. (2015), *Hejterstwo w komunikacji internetowej: charakterystyka zjawiska, przyczyny i sposoby przeciwdziałania*, „Profilaktyka Społeczna i Resocjalizacja”, 25, s. 27–50.

Kahneman D., Tversky A. (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, „Econometrica”, 47(2), s. 263–291, DOI 10.2307/1914185

Karaźniewicz J., Kotowska M. (2011), *Media jako główny czynnik kształtujący populizm penalny*, [w:] *Media a opinie i postawy społeczne*, Z. Pućek, J. Bierówka (red.), Oficyna Wydawnicza Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, Kraków, s. 49–65.

KNB (2006), Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie, uchwała Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 15 marca 2006 r., Warszawa.

KNF (2019), Wyniki badania portfela kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych gospodarstw domowych według stanu na 31 grudnia 2018 r., Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, <https://www.knf.gov.pl> (dostęp: 25.04.2026).

KNF (2022), Decyzja w sprawie nałożenia kary pieniężnej na LC Corp B.V., 29 września, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Nalozenie_kary_pienieznej_na_LC_Corp_BV_79765.pdf (dostęp: 25.04.2026).

KNF (2025), Informacja o sytuacji sektora bankowego w 2024 roku, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, <https://www.knf.gov.pl> (dostęp: 25.04.2026).

mBank (2026), Wyniki Grupy mBanku za IV kwartał 2025 r., mBank S.A., Warszawa, <https://www.mbank.pl> (dostęp: 25.04.2026).

Michalewicz J. (2024), *Przyczyny, przebieg i konsekwencje kryzysu banków w USA na przełomie I i II kwartału 2023 roku*, „Bezpieczny Bank”, Tom 94, Nr 1, s. 7–24.

Ministerstwo Sprawiedliwości (2025), Sprawy frankowe: spadek liczby pozwów i poprawa efektywności sądów, Ministerstwo Sprawiedliwości, Warszawa, <https://www.gov.pl/web/sprawiedliwosc/sprawy-frankowe-spadek-liczby-pozwow-i-poprawa-efektywnosci-sadow> (dostęp: 15.09.2026).

Miklaszewska E. (2023), *Poblemu stabilności dużych banków: lekcje z doświadczeń kryzysów finansowych banków globalnych*, „Bezpieczny Bank”, Tom 92, Nr 3, s. 8–24.

Miklaszewska E., Kil K., Idzik M. (2021), *Walutowe kredyty mieszkaniowe CHF w Polsce – konsekwencje dla stabilności sektora bankowego*, „Bezpieczny Bank”, Tom 83, nr 2, s. 7–34.

Mroccka K. (2022), *Fake newsy jako nowa kategoria zagrożenia systemu bezpieczeństwa ekonomicznego państwa w dobie kryzysu epidemicznego*, „Przegląd Bezpieczeństwa Wewnętrznego”, 14(26), s. 86–128, DOI 10.4467/20801335PBW.21.036.15696

Naruszewicz-Duchlińska A. (2015), *Nienawiść w czasach internetu*, Novae Res, Gdynia.

NBP (2022a), Komunikat NBP z dnia 24 lutego 2022 r. w sprawie interwencji na rynku walutowym, Narodowy Bank Polski, Warszawa, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosci/wiadomosci_2022/20220224_komunikat.html (dostęp: 25.04.2026).

NBP (2022b), Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2022, Narodowy Bank Polski, Warszawa, <https://nbp.pl/raport-o-stabilnosci-systemu-finansowego/> (dostęp: 25.04.2026).

Parkiet (2022), Paniczne nastroje na giełdzie w Moskwie, 21 lutego, Parkiet, <https://www.parkiet.com/rynki/art35720391-na-parkiecie-21-lutego-2022> (dostęp: 22.01.2026).

PKO Bank Polski (2025), Raport roczny 2024, PKO Bank Polski S.A., Warszawa, <https://www.pkobp.pl> (dostęp: 25.04.2026).

Rek-Woźniak M., Woźniak W. (2014), *Dziecko, rodzina i państwo w polskiej debacie welfare. Analiza przypadku w perspektywie paniki moralnej*, Acta Universitatis Lodziensis, Folia Sociologica, 50, s. 43–68, DOI 10.18778/0208-600X.50.03

Santander Bank Polska (2025), Raport roczny 2024 oraz komunikaty dotyczące rezerw CHF, Santander Bank Polska S.A., Warszawa, <https://www.santander.pl> (dostęp: 25.04.2026).

Shiller R. J. (2019), *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, Princeton.

Singer P. W., Brooking E. T. (2018), *LikeWar: The Weaponization of Social Media*, Houghton Mifflin Harcourt, Boston.

Sokołowska E. (2015), *Panika moralna w kontekście kondycji polskiej rodziny. Wstęp do badań materiałów prasowych poświęconych rozwodom*, „Przegląd Pedagogiczny”, 2, s. 125–146.

Stockwatch.pl (2022), Prezes GNB: Odpływy środków wróciły do normy, 29 kwietnia, <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/prezes-getin-noble-banku-odplywy-srodkow-z-depozytow-i-z-rachunkow-biezacych-wrocily-do-normalnych-poziomow,akcje,230210> (dostęp: 25.04.2026).

Ungar S. (2001), *Moral panic versus the risk society: the implications of the changing sites of social anxiety*, „British Journal of Sociology”, 52(2), s. 271–291, DOI 10.1080/00071310120044980

Vosoughi S., Roy D., Aral S. (2018), *The spread of true and false news online*, „Science”, 359(6380), s. 1146–1151, DOI 10.1126/science.aap9559

Walsh J. P. (2020), *Social media and moral panics: Assessing the effects of technological change on societal reaction*, „International Journal of Cultural Studies”, 23(6), s. 840–859, DOI 10.1177/1367877920912257

Wargacki S. A. (2009), *Zjawisko paniki moralnej jako wyznacznik granic moralności*, Prace Naukowe Akademii im. Jana Długosza w Częstochowie. Pedagogika, 18, s. 7–20.

Wilkins L. T. (1964), *Social Deviance: Social Policy, Action and Research*, Tavistock Publications, London.

ZBP (2025), Raport AMRON-SARFiN nr 1/2025, Warszawa: Związek Banków Polskich. <https://www.zbp.pl> (dostęp: 25.04.2026).

Zielińska I. (2004), *Media, interes i panika moralna. Nowa kategoria socjologiczna i jej implikacje*, „Kultura i Społeczeństwo”, 48(4), s. 161177, DOI 10.35757/KIS.2004.48.4.8

Życie bez Kredytu (2021), Kredyty frankowe naruszają wynikające z Konstytucji RP zasady sprawiedliwości społecznej, równości wobec prawa, ochrony konsumentów przed nieuczciwymi praktykami rynkowymi oraz prawa do rzetelnej procedury sądowej, <https://zyciebez kredytu.pl/kredyty-frankowe-lamia-konstytucyjne-zasady-sprawiedliwosci/> (dostęp: 20.04.2026).

MISCELLANEA

DOI: 10.26354/bb.7.2.103.2026

Marcin Mrowiec*

ORCID: 0000-0002-4583-7926

marcin.mrowiec@ekonomista.net

Marta Penczar**

ORCID: 0000-0002-3564-1460

marta.penczar@ug.edu.pl

Ocena kluczowych zagrożeń dla polityki gospodarczej, stabilności systemu finansowego i wiarygodności złotego. Wyniki XVII edycji Konsensusu Progностycznego Europejskiego Kongresu Finansowego

ASSESSMENT OF KEY RISKS TO ECONOMIC POLICY, FINANCIAL SYSTEM STABILITY AND THE CREDIBILITY OF THE ZLOTY. RESULTS OF THE 17TH EDITION OF THE EUROPEAN FINANCIAL CON- GRESS FORECAST CONSENSUS

WSTĘP

Konsensus progностyczny Europejskiego Kongresu Finansowego (EKF) aktualizowany jest co 6 miesięcy. Stanowi kompendium wiedzy o najważniejszych wyzwaniach i zagrożeniach dla polskiej gospodarki. Dzięki opinii kilkudziesięciu ekspertów, makroekonomistów o ogólnokrajowej renomie oraz stosowanej od lat procedurze uzyskiwania konsensusu¹ uzyskujemy scenariusz zdarzeń w horyzoncie trzech lat, co pozwala decydentom, inwestorom i instytucjom finansowym zapoznać się z projekcją i odpowiednio zareagować na wskazane zmiany.

* Marcin Mrowiec – dr, Główny ekonomista, Grant Thornton, Koordynator makroekonomiczny EKF.

** Marta Penczar – dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański.

¹ Metodyka uzyskiwania konsensusu opisana była we wcześniejszych edycjach „Bezpiecznego Banku”.

W opinii ekspertów EKF makroekonomiczne wyzwania stojące przed Polską będą w kolejnych latach coraz silniej determinowane przez napięcia geopolityczne oraz rosnące znaczenie bezpieczeństwa militarnego i cyberbezpieczeństwa.

Kluczowe będzie utrzymanie trwałego wzrostu gospodarczego oraz wzmacnianie wiarygodności instytucjonalnej i regulacyjnej. Szczególnego znaczenia nabiera przewidywalność polityki gospodarczej, wzmacnianie jakości instytucji publicznych oraz odbudowa wiarygodności fiskalnej państwa, głównie poprzez ograniczenie ryzyka trwałego wzrostu deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Pomimo narastających ryzyk strukturalnych i geopolitycznych Polska pozostaje gospodarką o relatywnie wysokim potencjale wzrostu na tle Unii Europejskiej.

Dla utrzymania bezpieczeństwa i konkurencyjności polskiej gospodarki najważniejsze w najbliższych latach są:

- wzrost wydatków na obronność,
- pobudzenie inwestycji i innowacji, w tym lepsze wykorzystanie krajowych oszczędności,
- transformacja energetyczna,
- naprawa finansów publicznych, a szczególnie ograniczenie wzrostu deficytu budżetowego.

W niniejszym raporcie koncentrujemy się na działaniach, których celem jest zrównoważony rozwój ekonomiczny i stabilność finansowa. Charakteryzujemy także najistotniejsze zagrożenia dla polskiej gospodarki, stabilności systemu finansowego oraz wiarygodności PLN wraz z prawdopodobieństwem ich wystąpienia. Na końcu przedstawiamy rekomendowane działania.

W pierwszym etapie każdy z ekspertów przedstawił trzy najważniejsze, jego zdaniem, zagrożenia w każdym z wyróżnionych obszarów. Na podstawie tych wskazań wyłoniono listę tych najczęściej wskazywanych. W drugim etapie każdy z uczestników badania miał ocenić wagę tych najczęściej wskazywanych zagrożeń (wagi muszą się sumować do 100 pkt) oraz prawdopodobieństwo ich wystąpienia (w skali od 0 do 100%).

Graficzną ilustrację syntezy opinii ekspertów zawierają mapy zagrożeń (zob. rysunki 1–3).

1. PROGNOZY WZROSTU GOSPODARCZEGO I JEGO SKŁADOWYCH

Uśrednione prognozy makroekonomicznych ekspertów EKF zakładają systematyczny spadek tempa wzrostu polskiego PKB. Ubiegłoroczny przewidywał obniżenie o ca 3,60% r/r., tegoroczny wynosi 3,5% r/r, w 2027 r. 3,0% r/r, zaś 2,9% oraz 2,6% w kolejnych dwóch latach. Oznacza to, że najszerzy panel prognostyczny w kraju (w tegorocznej edycji wzięło udział 17 uczestników, w tym zespoły analityczne wszystkich największych banków komercyjnych w Polsce, eksperci z niezależnych ośrodków analitycznych oraz przedstawiciele sektora publicznego) przewiduje, że okres stosunkowo silnego wzrostu przechodzi w fazę systematycznego obniżania jego tempa.

Tabela 1. Wynik roku 2025 i prognoza dynamiki PKB, popytu krajowego, spożycia indywidualnego i nakładów brutto na środki trwałe na lata 2026–2029

Wskaźnik dynamiki	Rok 2025	Miara statystyczna	Prognoza z konsensusu na lata				Liczba ekspertów
			2026	2027	2028	2029	
PKB (r/r; %)	3,60	Średnia	3,53	2,99	2,85	2,63	17
		Odchylenie standardowe	0,17	0,25	0,19	0,44	
Popyt krajowy (r/r; %)	4,00	Średnia	3,97	3,28	2,77	2,53	17
		Odchylenie standardowe	0,61	0,46	0,45	0,82	
Spożycie indywidualne (r/r; %)	3,70	Średnia	3,26	2,96	2,84	2,58	17
		Odchylenie standardowe	0,28	0,39	0,27	0,38	
Nakłady brutto na środki trwałe (r/r; %)	4,20	Średnia	8,21	4,74	3,41	3,28	17
		Odchylenie standardowe	1,22	2,08	1,11	0,97	

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, <https://bdm.stat.gov.pl/>, Europejski Kongres Finansowy, 2–26.

Na słabsze tempo wzrostu PKB wpływ będzie miało osłabienie tempa wzrostu dwóch jego głównych składowych w ujęciu realnym: konsumpcji prywatnej oraz inwestycji. Dynamika spożycia prywatnego prognozowana jest na 3,3% r/r w 2026 r., a w kolejnych latach systematycznie coraz bardziej poniżej 3%. Z kolei dynamika nakładów brutto na środki trwałe, po ca 8,2% w roku bieżącym, w 2027 r. spowolni do 4,7%, a w kolejnych dwóch latach będzie coraz bliżej 3% r/r.

Jednym z istotnych powodów spowolnienia tempa konsumpcji będzie kurczący się rynek pracy. Ekspersi zakładają w każdym kolejnym roku prognozy spadek liczby pracujących w gospodarce narodowej. Z punktu widzenia pracobiorców oznacza to stabilnie niską stopę bezrobocia (3,2% w każdym z lat 2026–2029), oraz presję na wzrost płac – mimo słabnącego wzrostu gospodarczego. Nasi eksperci prognozują stabilny (choć nieco gasnący w kolejnych latach) wzrost wynagrodzeń w gospodarce o 5–6% r/r nominalnie. Z punktu widzenia przedsiębiorstw będzie oznaczać to zamykanie nożyc z powodu presji na wzrost w płac w warunkach słabnącego tempa wzrostu gospodarki.

Tabela 2. Prognoza wskaźników: Stopa bezrobocia. Wynagrodzenia w gospodarce narodowej. Pracujący w gospodarce narodowej na lata 2026–2029

Wskaźnik dynamiki	Rok 2025	Miara statystyczna	Prognoza z konsensusu na lata				Liczba ekspertów
			2026	2027	2028	2029	
Stopa bezrobocia (BAEL; stan na koniec roku; %)	3,20	Średnia	3,19	3,16	3,16	3,17	13
		Odchylenie standardowe	0,12	0,18	0,27	0,36	
Wynagrodzenia w gospodarce narodowej (r/r; %, nominalnie)	8,50	Średnia	6,13	5,75	5,39	5,16	16
		Odchylenie standardowe	0,68	0,54	0,48	0,46	
Pracujący w gospodarce narodowej (stan w końcu okresu; r/r; %)	-0,10	Średnia	-0,09	-0,11	-0,06	-0,15	14
		Odchylenie standardowe	0,22	0,19	0,18	0,18	

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, <https://bdm.stat.gov.pl/>, Europejski Kongres Finansowy, 2–26.

Konsensus makroekonomistów z panelu EKF zakłada powrót inflacji (CPI) do celu inflacyjnego RPP (2,5%) w latach 2028–2029, po 3,3% r/r średniorocznie w 2026 r. Jest to spójne z prognozą stopy referencyjnej NBP: ankietowani zakładają, że pozostanie ona bez zmian w horyzoncie prognozy, choć na lata 2028 i 2029 zakładają nieco podwyższone prawdopodobieństwo ewentualnej obniżki stóp.

Ankietowani zakładają stabilny poziom wskaźnika WIBOR 3M, co pozostaje zgodne z prognozą rentowności 5-letnich obligacji rządu polskiego. Zasadniczo po lekkim wzroście w 2026 r. (4,81% średniorocznie), w kolejnych trzech latach średnia prognoz zakłada stabilne rentowności w przedziale 4,50–4,60%.

Tabela 3. Prognoza wskaźników: Inflacja. Kurs EUR/PLN, USD/PLN. Stopa referencyjna NBP, WIBOR 3M. Rentowność obligacji 5L. Wynik sektora finansów publicznych. Dług sektora finansów publicznych na lata 2026–2029

Wskaźnik dynamiki	Rok 2025	Miara statystyczna	Prognoza z konsensusu na lata				Liczba ekspertów
			2026P	2027P	2028P	2029P	
Inflacja (CPI; średnioroczna; %)	3,60	Średnia	3,29	3,05	2,66	2,53	16
		Odchylenie standardowe	0,17	0,41	0,15	0,11	
Inflacja (CPI, XII; %)	2,40	Średnia	3,71	2,76	2,66	2,49	16
		Odchylenie standardowe	0,41	0,37	0,18	0,15	

Tabela 3. cd.

Wskaźnik dynamiki	Rok 2025	Miara statystyczna	Prognoza z konsensusu na lata				Liczba ekspertów
			2026P	2027P	2028P	2029P	
EUR/PLN (średnioroczny)	4,24	Średnia	4,25	4,26	4,26	4,26	16
		Odchylenie standardowe	0,02	0,04	0,04	0,07	
USD/PLN (średnioroczny)	3,76	Średnia	3,64	3,62	3,61	3,57	16
		Odchylenie standardowe	0,05	0,08	0,10	0,09	
Stopa referencyjna NBP (koniec roku; %)	4,00	Średnia	3,76	3,65	3,54	3,64	17
		Odchylenie standardowe	0,06	0,15	0,26	0,12	
WIBOR 3M (na koniec roku; %)	3,99	Średnia	3,90	3,78	3,69	3,81	16
		Odchylenie standardowe	0,09	0,19	0,29	0,16	
Rentowność obligacji 5L (na koniec roku; %)	4,58	Średnia	4,81	4,54	4,46	4,54	14
		Odchylenie standardowe	0,30	0,29	0,38	0,37	
Wynik sektora finansów publicznych wg metodyki UE (% PKB)	-7,30	Średnia	-6,88	-6,43	-5,80	-5,26	15
		Odchylenie standardowe	0,14	0,28	0,47	0,77	
Dług sektora finansów publicznych wg metodyki UE (% PKB)	59,70	Średnia	65,74	69,52	72,60	74,53	14
		Odchylenie standardowe	1,26	1,42	2,34	3,78	
Saldo na rachunku bieżącym bilansu płatniczego (% PKB)	0,00	Średnia	-1,41	-1,36	-1,27	-1,06	15
		Odchylenie standardowe	0,38	0,79	0,90	0,91	

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, <https://bdm.stat.gov.pl/>, Europejski Kongres Finansowy, 2–26.

Ankietowani zakładają bardzo wysokie deficyty finansów publicznych: 6,9% PKB w 2026 roku, 6,4% PKB w 2027 r. oraz 5,8% i 5,3% odpowiednio: w 2028 i 2029 roku. Oznacza to znaczne pogorszenie względem prognoz sprzed roku (w czerwcu 2025 r. średnia prognoz zakładała 5,6% na 2026 r. oraz 4,90% w 2027 r.), tak więc obecne prognozy deficytu są odpowiednio 1,3 pp i 1,5 pp wyższe dla tego i przyszłego roku, niż były 12 miesięcy temu.

Wyższe prognozy deficytu finansów publicznych w kolejnych latach oznaczają jeszcze bardziej stromą krzywą wzrostu zadłużenia publicznego. Zgodnie z metodą UE – a tak naprawdę poprawną ekonomicznie metodą liczenia deficytu i długu – zadłużenie publiczne już w tym roku sięgnie prawie 66% PKB, po tym jak poprzedni rok zamknął się tuż pod granicą 60%. W związku z tym, że definicja krajowa zadłużenia nie obejmuje wszystkich pozycji jego wartości są niższe, co nie wywołuje reakcji przewidzianych w ustawie o finansach publicznych już teraz. Natomiast w związku z dalszym narastaniem długu, te reakcje będą musiały mieć miejsce w kolejnych 2–3 latach. Ankietowani prognozują, że na koniec 2027 r. zadłużenie liczone „metodą unijną” sięgnie prawie 70%, zaś na koniec 2029 r. prawie 75%.

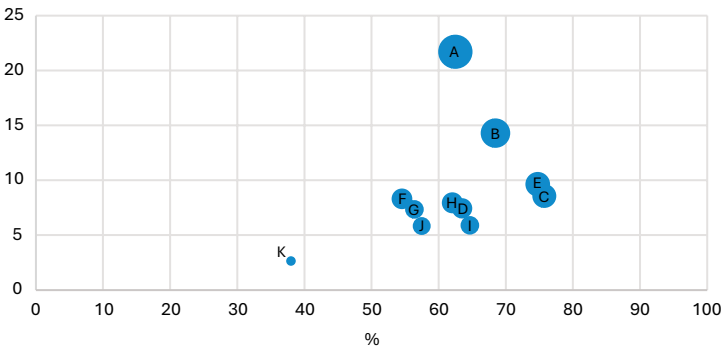
Warto odnotować, że powyższe prognozy zostały sporządzone przy założeniu niskiej inflacji (konsens makroekonomistów zakłada jej zejście do celu inflacyjnego RPP w ciągu kilku lat), co pozostaje spójne z prognozami niezmiennych stóp RPP oraz stabilnych rentowności obligacji rządowych. Gdyby jednak okazało się, że presja inflacyjna będzie wyższa (na przykład na skutek pogłębiających się niedoborów ropy naftowej i gazu, oraz ich pochodnych, w wyniku dalszego wzrostu napięcia geopolitycznego wokół Iranu), to powyższe prognozy musiałyby zostać skorygowane o większe narastanie długu oraz kosztów jego obsługi. Trzeba to traktować jako scenariusz ostrzegawczy dla decydentów odpowiedzialnych za stan polskich finansów publicznych oraz za stabilność makroekonomiczną kraju.

2. NAJWAŻNIEJSZE ZAGROŻENIA DLA KONIUNKTURY GOSPODARCZEJ W POLSCE W PERSPEKTYWIE ROKU 2029

Tak jak w poprzednich latach pytano ekspertów o wskazanie najważniejszych zagrożeń dla koniunktury gospodarczej w Polsce. Zgodnie ze stosowaną metodą w etapie pierwszym każdy z ekspertów przedstawia trzy najważniejsze, jego zdaniem, zagrożenia. Następnie wskazania są grupowane a te z najliczniejszych grup są przedstawiane w drugim etapie ekspertom celem oszacowania ich znaczenia wagi/ oraz prawdopodobieństwa ich wystąpienia (sumowane do 100 pkt.) oraz znaczenia w skali od 0 do 100%.

W XVII edycji badania zdecydowanie na pierwsze miejsce pod względem wagi (oś pionowa) zajęło zagrożenie „Niepewność geopolityczna i ryzyko konfliktów zbrojnych”. Temu zagrożeniu przypisano średnią wagę 22 pkt. (wagi zagrożeń sumują się do 100 pkt.), a średnie znaczenie oszacowano na 63%.

Rysunek 1. Znaczenie (waga) i prawdopodobieństwo (%) wystąpienia najważniejszych zagrożeń dla koniunktury gospodarczej w Polsce w perspektywie 2029 roku



A	Niepewność geopolityczna i ryzyko konfliktów zbrojnych
B	Pogorszenie stanu finansów publicznych i nierównowaga fiskalna
C	Presja demograficzna
D	Niski poziom inwestycji prywatnych
E	Wysokie koszty energii i wyzwania transformacji energetycznej
F	Spadek konkurencyjności gospodarki powiązany ze wzrostem kosztów pracy, niedoborami na rynku pracy i lukami w ekosystemie innowacji
G	Staba koniunktura u kluczowych partnerów handlowych
H	Ryzyko inflacji oraz szoki cenowe na rynkach surowców
I	Wzrost protekcyjizmu i zaburzenia w handlu światowym
J	Niestabilność prawna, polityczna i instytucjonalna
K	Ryzyka społeczne, systemowe i środowiskowe

Źródło: Europejski Kongres Finansowy 2026.

Eksperci postrzegają niepewność geopolityczną i ryzyko konfliktów zbrojnych najwyższą wagę, ale na tym etapie oceniają prawdopodobieństwo wystąpienia jako „nieznacznie powyżej średniej” – i jeszcze nie przekładają go w istotny sposób, np. na wyższe prognozy inflacji. Sytuacja jest jednak dynamiczna i warto monitorować jej rozwój, zwłaszcza z punktu widzenia konfliktów na Bliskim Wschodzie i związanych z tym napięć geopolitycznych, kryzysu dostępności ropy naftowej i gazu, a także presji inflacyjnej dla gospodarki globalnej.

Drugim pod względem wagi zagrożeniem według ekspertów jest: „Pogorszenie stanu finansów publicznych i nierównowaga fiskalna”, ze średnią wagą 14,3 pkt., przy co 69% prawdopodobieństwie wystąpienia.

Trzecim pod względem wagi (9,7 pkt.) – a równocześnie drugim pod względem prawdopodobieństwa wystąpienia (75%) ryzykiem są „Wysokie koszty energii i wyzwania transformacji energetycznej”.

Patrząc pod kątem prawdopodobieństwa wystąpienia ryzyk, pierwsze miejsce („najbardziej na prawo na wykresie”) zajęło ryzyko „Presja demograficzna”, a eksperci prognozują systematyczne kurczenie się liczby pracujących w gospodarce w kolejnych latach.

Trzecie miejsce na liście ryzyk dla koniunktury gospodarczej w kolejnych latach pod względem prawdopodobieństwa wystąpienia zajęło „Pogorszenie stanu finansów publicznych i nierównowaga fiskalna”, omawiane już powyżej zagrożenie, oceniane jako drugie najważniejsze pod względem wagi.

3. NAJWAŻNIEJSZE ZAGROŻENIA DLA STABILNOŚCI SYSTEMU FINANSOWEGO W PERSPEKTYWIE 2029 ROKU

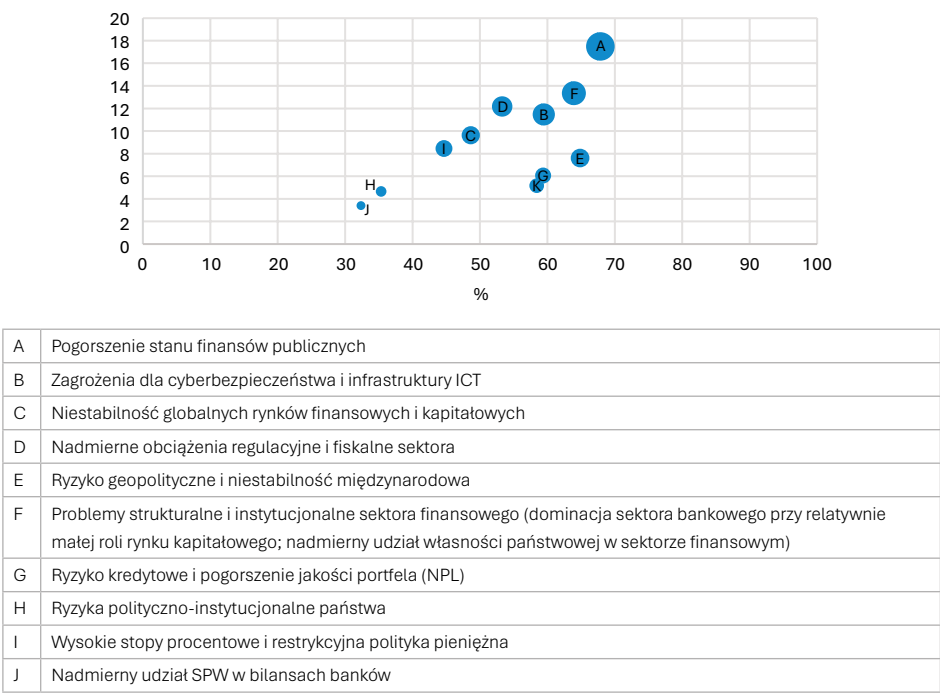
Wyniki XVII. edycji konsensusu makroekonomicznego wskazują, że percepcja zagrożeń dla stabilności systemu finansowego koncentruje się przede wszystkim wokół ryzyk makroekonomicznych, geopolitycznych oraz technologicznych.

Najwyżej ocenionym zagrożeniem jest pogorszenie stanu finansów publicznych (waga 17,5, prawdopodobieństwo 68%). Oznacza to, że sytuacja fiskalna państwa jest postrzegana jako krytyczny warunek utrzymania stabilności całego systemu finansowego. Wysoki poziom zadłużenia publicznego, rosnące koszty obsługi długu oraz ograniczona przestrzeń fiskalna mogą prowadzić do wzrostu premii za ryzyko, osłabienia wiarygodności kredytowej państwa oraz presji na sektor bankowy posiadający znaczące portfele obligacji skarbowych.

Istotnym zagrożeniem pozostaje również ryzyko geopolityczne i niestabilność międzynarodowa (waga 13,4 pkt, prawdopodobieństwo 64%). W opinii ekspertów konflikty międzynarodowe, sankcje gospodarcze czy zaburzenia w handlu światowym mogą powodować gwałtowne przepływy kapitału, wzrost awersji do ryzyka oraz silne wahania kursów walutowych i cen aktywów.

Jako jeden z kluczowych obszarów ryzyka uznano zagrożenia dla cyberbezpieczeństwa i infrastruktury ICT (waga – 11,5 pkt.). Z jednej strony cyfryzacja usług finansowych zwiększa efektywność sektora i warunkuje pozycję konkurencyjną na rynku, ale z drugiej podnosi podatność na cyberataki, awarie systemów oraz zakłócenia infrastruktury krytycznej. Ataki na systemy płatnicze, bankowość elektroniczną czy centra danych mogą doprowadzić do utraty zaufania klientów, zachwiania płynności, a nawet czasowego paraliżu części rynku finansowego. Prawdopodobieństwo wystąpienia tego zagrożenia – na tle pozostałych ryzyk – jest oceniane na umiarkowanym poziomie (59%), ale jego znaczenie będzie w najbliższych latach wzrastało wraz z postępującą digitalizacją sektora finansowego.

Rysunek 2. Znaczenie (waga) i prawdopodobieństwo (%) wystąpienia najważniejszych zagrożeń dla stabilności polskiego systemu finansowego w perspektywie 2029 roku



Źródło: Europejski Kongres Finansowy, 2026.

Stosunkowo wysoko eksperci ocenili ryzyko niestabilności globalnych rynków finansowych i kapitałowych (waga 12,2 pkt.; prawdopodobieństwo 53%). Respondenci dostrzegają silną zależność krajowego systemu finansowego od sytuacji na rynkach międzynarodowych globalne kryzysy finansowe mają bowiem tendencję do szybkiego przenoszenia się pomiędzy gospodar-kami, szczególnie w warunkach wysokiego poziomu integracji finansowej.

Kolejną co do ważności grupę zagrożeń stanowią czynniki regulacyjne i strukturalne. Nadmier-ne obciążenia regulacyjne i fiskalne sektora finansowego (waga – 7,6 pkt.; prawdopodobień-stwo – 65%) mogą ograniczać rentowność instytucji finansowych oraz zmniejszać ich zdolność do finansowania gospodarki. Rozległość i restrykcyjność regulacji może również obniżyć kon-kurencyjność sektora finansowego i ograniczać jego innowacyjność. W polskiej specyfice istot-ny jest problem strukturalny, związany z dominacją sektora bankowego przy stosunkowo słabo rozwiniętym rynku kapitałowym (waga – 6,1 pkt.; prawdopodobieństwo – 60%). Taka struktura powoduje koncentrację ryzyka w bankach oraz ogranicza dywersyfikację źródeł finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Ważnym obszarem pozostają również ryzyka kredytowe. Ryzyko prawne umów kredytowych, związane z kontrowersyjnym orzecznictwem w zakresie sankcji kredytu darmowego czy kwestionowaniem wskaźnika WIBOR, może generować istotne koszty dla sektora bankowego, osłabiając jego kapitały i ograniczając akcję kredytową.

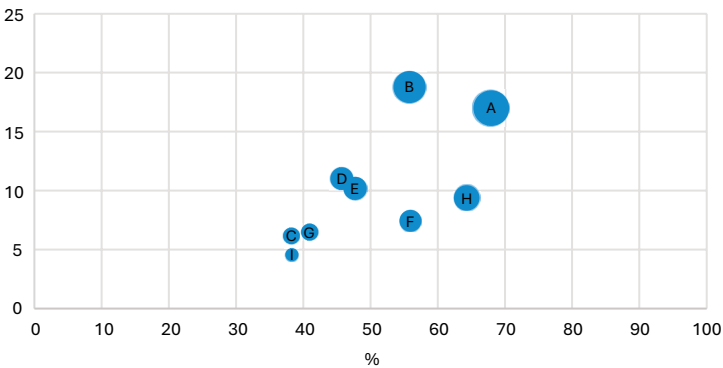
4. NAJWAŻNIEJSZE ZAGROŻENIA DLA WIARYGODNOŚCI ZŁOTEGO W PERSPEKTYWIE 2029 ROKU

W sposób analogiczny, jak opisany w sekcji dotyczącej zagrożeń dla koniunktury gospodarczej i stabilności systemu finansowego, wytoniono listę ryzyk dla złotego, które później zostały ocenione pod kątem ich wagi oraz ryzyka wystąpienia.

Z punktu widzenia ryzyk dla polskiego pieniądza dwa zagrożenia są szczególnie często i mocno akcentowane w opiniach ekspertów. Są to::

- Czynniki A – Nierównowaga fiskalna i pogarszający się stan finansów publicznych,
- Czynniki B – Ryzyko geopolityczne i zagrożenie dla bezpieczeństwa regionalnego.

Rysunek 3. Znaczenie (waga) i prawdopodobieństwo (%) wystąpienia najważniejszych zagrożeń dla złotego w perspektywie 2029 roku



A	Nierównowaga fiskalna i pogarszający się stan finansów publicznych
B	Ryzyko geopolityczne i zagrożenie dla bezpieczeństwa regionalnego
C	Utrzymująca się wysoka inflacja potążona z niespójną polityką pieniądza
D	Globalna awersja do ryzyka i odpływ kapitału z rynków wschodzących
E	Spadek wiarygodności kredytowej Polski potążony z ryzykiem obniżenia ratingu
F	Wewnętrzne ryzyko polityczne
G	Pogorszenie fundamentów makroekonomicznych i bilansu płatniczego
H	Populizm polityczny i cykl wyborczy
I	Opóźnianie wejścia Polski do strefy euro potążone z ryzykiem polexitu
J	Zewnętrzne szoki rynkowe i surowcowe
K	Bariery strukturalne i demograficzne

Źródło: Europejski Kongres Finansowy 2026.

Ryzyko związane z nierównowagą fiskalną i narastaniem długu jest uważane za mające największe prawdopodobieństwo (uśrednione prawdopodobieństwo: 68%) i drugą najwyższą wagę ryzyka (17,0 pkt), zaś ryzyko geopolitycznemu przypisano najwyższą wagę (18,8 pkt.). Mamy niewielki wpływ na globalne ryzyka geopolityczne – ale finanse publiczne są całkowicie pod kontrolą krajową, tak więc z punktu widzenia ograniczania ryzyk dla złotego – ale także dla koniunktury oraz dla sektora finansowego – wysiłek powinien zostać skierowany na zmniejszenie deficytów oraz zahamowanie tempa wzrostu zadłużenia publicznego.

5. NAJWAŻNIEJSZE REKOMENDOWANE OBSZARY DZIAŁAŃ W POLITYCE GOSPODARCZEJ POLSKI²

5.1. Konsolidacja i stabilizacja finansów publicznych

Potrzeba konsolidacji i stabilizacji finansów publicznych występuje zdecydowanie najczęściej w opiniach ekspertów EKF. Konsensus w tym zakresie jest niemal powszechny. Polska musi obniżyć deficyt sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB, aby uniknąć procedury nadmiernego deficytu UE i ustabilizować koszty obsługi długu.

W ramach tego obszaru należałoby:

- Dokonać szczegółowego przeglądu wydatków publicznych pod kątem ich efektywności (czy efekty uzasadniają nakłady, czy nie da się osiągnąć tych samych efektów mniejszymi, ale bardziej celowanymi nakładami), skali (priorytetowa weryfikacja najszerzych strumieni wydatkowych) oraz elastyczności (wypracowanie jasnych mechanizmów ograniczania wydatków w przypadku poważnych kłopotów budżetowych).
- Dokonać realistycznej oceny potencjału wzrostu gospodarki i potencjału wzrostu podatków w kolejnej dekadzie, w warunkach słabszego potencjalnego wzrostu gospodarki oraz z uwzględnieniem ryzyk (m.in. ryzyka wyższych stóp procentowych).

Powyższe działania dałyby podstawę do wypracowania konkretnych działań nakierowanych na zmniejszenie deficytów budżetowych i zahamowanie wzrostu długu publicznego przy ochronie wydatków prorozwojowych.

Obszarem wymagającym zaadresowania jest też system podatkowy, należący do ściślejszej czołówki najbardziej skomplikowanych i pochłaniających najwięcej czasu podatników systemów podatkowych w OECD. Należy rozpocząć prace nad nowym systemem podatkowym, przejrzystym i logicznym, aby nie był on przeszkodą dla wzrostu gospodarki, ale jego katalizatorem.

² <https://www.efcongress.com/rekomendacje/rekomendacje-2026/> (dostęp: 10.07.2026).

5.2. Innowacje, inwestycje i produktywność gospodarki

Posttransformacyjny model wzrostu gospodarczego Polski w dużej mierze opierał się na imporcie technologii (model imitacyjny, rozwój zależny). Natomiast w ostatniej dekadzie wystąpił silny trend włączania pracowników z Polski w sieci obsługi firm międzynarodowych (eksport usług). Niestety, te praktyki stymulowania rozwoju nie są w stanie napędzać wzrostu z taką siłą jak dotychczas. Po pierwsze dlatego, że Polska nie jest już krajem tanim pod tym względem poziomu i wzrostu płac). Po drugie zaś, z powodu uwarunkowanej demograficznie niemożności dalszego zwiększania zatrudnienia.

Wobec tych wyzwań konieczne jest wzmocnienie powstawania i rozwoju przedsiębiorstw tworzących własność intelektualną, rzeczywiste innowacje oraz i komercjalizujących i monetyzujących je w skali międzynarodowej. Potrzebne jest wzmocnienie systemu budowy własności intelektualnej generującej marżę przez kolejne lata, zamiast tej sprzedawanej jednorazowo w ramach jednorazowych optat. W ramach odpowiedniego pakietu działań należałoby:

Dokonać przeglądu i oceny skuteczności wdrożonych rozwiązań stymulujących innowacje (m.in. reguły Polskiej Strefy Inwestycji, ulga B+R, zasady IP Box, ulga na innowacyjnych pracowników, ulga na prototyp, na robotyzację, na ekspansję – i inne). Przegląd tych rozwiązań oraz ocena skutków ich działania powinny odpowiedzieć na pytania o ich skuteczność w stymulowaniu powstawania rzeczywistych innowacji oraz o spójność całego systemu.

Dokonać przeglądu efektywności dotychczasowych działań podejmowanych w ramach Polskiego Funduszu Rozwoju i Banku Gospodarstwa Krajowego, pod kątem efektów poniesionych nakładów oraz zbudowania systemu wsparcia innowacji i skalowania firm technologicznych, przy uwzględnieniu interesów ekonomicznych państwa (np. w roli mniejszościowego akcjonariusza korzystającego z sukcesów przedsiębiorstw – aby zyski z takich przedsięwzięć wracały i wzmacniały system).

Przeanalizować efektywność i wydolność dotychczasowych instytucji wspierających innowacyjność oraz rozważyć stworzenie z nich, albo obok nich, niezależnej agencji dedykowanej wsparciu innowacji, wzorem DARPA (USA) i jej europejskich odpowiedników.

Zreformować system komercjalizacji wyników badań naukowych w sektorze nauki i szkolnictwa wyższego, z elementami powiązania ewaluacji naukowej z wdrożeniami, aby publiczne nakłady na naukę znajdowały wyraźniejsze przełożenie na rozwój społeczno-gospodarczy.

5.3. Demografia, rynek pracy i aktywność zawodowa

W kolejnej dekadzie Polska będzie najszybciej starzejącym się społeczeństwem w Europie, co będzie wyzwaniem dla gospodarki, jak i dla systemu emerytalnego, systemu ochrony zdrowia oraz opieki społecznej.

W tym kontekście:

- należy odpowiedzieć na kryzys demograficzny spójnym programem, a nie pakietem transferów – eksperci EKF wyraźnie odróżniają „politykę prorodzinną”, jako zbiór świadczeń, od rzeczywistego programu demograficznego obejmującego dostęp do opieki, warunki mieszkaniowe, elastyczność pracy i rynek usług opiekuńczych;
- proponowane działania mają trzy ścieżki: polityka prorodzinna (dietetność), aktywizacja zawodowa grup biernych (kobiety, 55+) oraz świadoma i selektywna polityka migracyjna skierowana na przyciąganie wykwalifikowanych pracowników;
- należy zreformować system emerytalny i zdrowotny, zanim presja demograficzna stanie się niekontrolowana – rosnące zadłużenie FUS i NFZ to w opinii części respondentów „bomba zegarowa” – a reformy muszą być przeprowadzone wyprzedzająco, nie reaktywnie;
- należy zmodernizować edukację i system kształcenia zawodowego. Kompetencje cyfrowe, krytyczne myślenie i zdolność do uczenia się przez całe życie są traktowane jako warunek konieczny podniesienia produktywności pracy w warunkach automatyzacji.

5.4. Atrakcyjność i ryzyko inwestycyjne, stabilność instytucjonalno-regulacyjna

Należy pilnie usunąć niepewność prawną w sektorze finansowym i unieważnianie umów kredytowych. Nerozwiazane ryzyko prawne (kredyty frankowe, WIBOR) skutkuje wyższymi kosztami kredytu dla całej gospodarki i blokuje zdolność banków do finansowania inwestycji; systemowe rozwiązanie jest warunkiem uruchomienia długoterminowego impulsu kredytowego.

Należy ograniczyć nadregulację i uprościć otoczenie prawne dla firm – zmienność i złożoność prawa jest wskazywana jako jeden z głównych czynników zniechęcających inwestorów; postulowana jest zarówno deregulacja, jak i poprawa jakości stanowienia prawa (skutki regulacji, ocena *ex ante*).

Należy odpolitycznić zarządzanie instytucjami publicznymi i spółkami Skarbu Państwa – polityczne mianowania w bankach, funduszach i spółkach energetycznych obniżają efektywność alokacji kapitału i zaufanie inwestorów.

Część ekonomistów widzi w przyjęciu euro instrument stabilizacji makroekonomicznej i integracji z rynkami UE, który obniżyłby koszty finansowania i ryzyko kursowe.

5.5. Transformacja energetyczna i bezpieczeństwo energetyczne

W obszarze transformacji energetycznej i bezpieczeństwa energetycznego są rekomendowane następujące przedsięwzięcia:

- **Ustanowić ponadsektorowe ramy regulacyjne dla transformacji energetycznej o trwałym i przewidywalnym charakterze**

Należy przyjąć stabilne, długoterminowe ramy regulacyjne dla transformacji energetycznej, które będą odporne na doraźne zmiany polityczne i umożliwią przedsiębiorstwom, inwesto-

rom, operatorom sieci oraz samorządom lokalnym planowanie decyzji w horyzoncie 10–20 lat. Przewidywalność regulacyjna powinna być traktowana jako warunek bezpieczeństwa gospodarczego Polski, porównywalnie istotna jest cena energii.

W praktyce oznacza to konieczność przyjęcia spójnej strategii energetycznej określającej cele na kolejne dekady z subcelami na lata 2030, 2040 i 2050. Chodzi m.in. o docelowy miks energetyczny, zasady rozwoju sieci, OZE, energetykę jądrową, magazyny energii, źródeł energii będące w dyspozycji oraz odpowiednią elastyczność. Strategia ta powinna być konsekwentnie przekładana na akty prawne, decyzje inwestycyjne i praktykę administracyjną.

Kluczowe jest ograniczenie częstych i nieprzewidywalnych zmian przepisów dotyczących rynku energii, systemów wsparcia, taryf, opłat sieciowych, zasad przyłączeń, obowiązków sprawozdawczych i mechanizmów kontraktowania energii. Każda istotna zmiana regulacyjna powinna być poprzedzona oceną skutków dla inwestorów, odbiorców energii, sektora finansowego i stabilności systemu elektroenergetycznego.

Należy również wprowadzić zasadę ochrony inwestorów przed arbitralną zmianą reguł w trakcie realizacji projektów, szczególnie w przypadku inwestycji kapitałochłonnych: OZE, magazynów energii, energetyki jądrowej, linii bezpośrednich, ciepłownictwa, sieci oraz projektów efektywności energetycznej.

- **Rozwijać zintegrowany miks energetyczny oparty na komplementarności atomu, OZE, magazynów energii i elastyczności systemu**

Polska powinna rozwijać energetykę jądrową, odnawialne źródła energii, magazyny energii oraz usługi elastyczności jako wzajemnie uzupełniające się elementy jednego systemu elektroenergetycznego, a nie jako konkurencyjne wobec siebie technologie. Celem powinno być stworzenie systemu niskoemisyjnego, odpornego, stabilnego kosztowo i zdolnego do zaspokojenia rosnącego zapotrzebowania gospodarki na energię elektryczną.

Energetyka jądrowa powinna pełnić funkcję stabilnego, niskoemisyjnego źródła mocy, szczególnie istotnego dla bezpieczeństwa dostaw, ograniczenia zależności od paliw kopalnych oraz zapewnienia przewidywalnej energii dla przemysłu energochłonnego. OZE powinny być rozwijane jako źródło nowych, konkurencyjnych kosztowo mocy wytwórczych, zwłaszcza w energetyce wiatrowej na lądzie i morzu, fotowoltaice, biogazie i biometanie.

Równocześnie rozwój OZE wymaga szybkiego rozwoju magazynów energii, lokalnego bilansowania, agregacji, zarządzania popytem i taryf dynamicznych. Powyższe rozwiązania powinny ograniczać skutki zmienności produkcji z OZE, zmniejszać ryzyko redukcji generacji odnawialnej, poprawiać bezpieczeństwo dostaw oraz obniżać koszty bilansowania systemu.

Rozwój energetyki jądrowej, OZE i magazynów powinien być planowany łącznie z rozbudową sieci, elektryfikacją przemysłu, transportu i ciepłownictwa oraz wzrostem udziału odbiorców aktywnych. Brak takiej koordynacji może prowadzić do nieefektywnych kosztowo inwestycji, przeciążeń sieci, odmów przyłączeń i niewykorzystania potencjału taniej energii odnawialnej.

- **Potraktować sieci przesyłowe i dystrybucyjne jako strategiczne wąskie gardło rozwoju gospodarczego Polski**

Modernizacja i rozbudowa sieci elektroenergetycznych powinna zostać uznana za jeden z najważniejszych priorytetów transformacji energetycznej oraz polityki gospodarczej państwa. Bez efektywnej infrastruktury przesyłowej i dystrybucyjnej nie będzie możliwe przyłączanie nowych źródeł energii, rozwój OZE, magazynów, energetyki jądrowej, autokonsumpcji przemysłowej, elektromobilności, pomp ciepła ani nowych inwestycji przemysłowych.

W pierwszej kolejności należy zwiększyć zdolności przyłączeniowe sieci dystrybucyjnych, ponieważ to one w największym stopniu warunkują rozwój energetyki rozproszonej, lokalnych magazynów energii, klastrów energii, społeczności energetycznych, instalacji prosumenckich i przemysłowych źródeł wytwarzania. Modernizacja powinna obejmować automatyzację, cyfryzację, inteligentne systemy zarządzania siecią, liczniki zdalnego odczytu oraz mechanizmy umożliwiające aktywny udział odbiorców w rynku energii.

Równolegle konieczna jest rozbudowa sieci przesyłowych dla dużych projektów strategicznych, w tym morskich farm wiatrowych, energetyki jądrowej, dużych magazynów energii, źródeł dyspozycyjnych oraz nowych centrów zapotrzebowania przemysłowego. Planowanie infrastruktury powinno być skoordynowane z lokalizacją przyszłych źródeł wytwórczych i inwestycji przemysłowych.

Efektywność inwestycji sieciowych powinna być oceniana nie tylko według poziomu wydatkowanych środków, ale przede wszystkim według realnych efektów: liczby nowych przyłączy, wzrostu dostępnych mocy przyłączeniowych, ograniczenia odmów przyłączenia, redukcji przeciążeń, zmniejszenia strat sieciowych, poprawy niezawodności dostaw i wzrostu zdolności integracji OZE.

- **Efektywnie wykorzystać środki UE i kapitał prywatny do finansowania inwestycji o największym znaczeniu systemowym**

Należy maksymalnie efektywnie i terminowo wykorzystać środki Unii Europejskiej, w szczególności z KPO, Funduszu Spójności oraz innych instrumentów transformacyjnych, na projekty usuwające kluczowe bariery rozwoju systemu elektroenergetycznego. Finansowanie powinno być kierowane przede wszystkim tam, gdzie przynosi największy efekt systemowy i gospodarczy: do sieci, magazynów energii, nowych mocy wytwórczych, cyfryzacji infrastruktury oraz rozwiązań zwiększających elastyczność systemu.

Priorytet powinny otrzymać inwestycje ograniczające przeciążenia sieci, odmowy przyłączy, niewystarczającą automatyzację, brak lokalnej elastyczności oraz ograniczoną zdolność integracji OZE. Konieczna jest transparentna hierarchizacja projektów według ich wpływu na bezpieczeństwo dostaw, obniżenie kosztów energii, rozwój przemysłu, redukcję emisyjności i wzrost atrakcyjności inwestycyjnej regionów.

Środki unijne powinny pełnić funkcję katalizatora dla kapitału prywatnego i krajowego. Skala potrzeb inwestycyjnych w energetyce przekracza możliwości samych dotacji

publicznych, dlatego konieczne jest łączenie finansowania UE z finansowaniem bankowym, obligacyjnym, środkami operatorów, gwarancjami publicznymi, kontraktami różnicowymi, aukcjami, długoterminowymi umowami zakupu energii elektrycznej (PPA/cPPA) i innymi instrumentami ułatwiającymi długoterminowe finansowanie.

Należy także zapewnić możliwie duże wykorzystanie dostępnych środków w wymaganych terminach. Wymaga to uproszczenia procedur administracyjnych i przetargowych, wzmocnienia zdolności instytucjonalnych beneficjentów, bieżącego monitorowania ryzyka opóźnień oraz lepszej koordynacji między rządem, URE, PSE, operatorami systemów dystrybucyjnych, samorządami, sektorem finansowym i inwestorami.

- **Powiązanie transformację energetyczną z konkurencyjnością przemysłu, eksportem i przyciąganiem inwestycji**

Transformacja energetyczna powinna być traktowana nie tylko jako proces modernizacji sektora energii, ale jako jeden z fundamentów konkurencyjności całej polskiej gospodarki. Cena, dostępność, stabilność i emisyjność energii będą w coraz większym stopniu decydować o zdolności eksportowej przedsiębiorstw, lokalizacji nowych inwestycji przemysłowych oraz pozycji Polski w europejskich i globalnych łańcuchach dostaw.

Polityka energetyczna powinna być ściśle powiązana z polityką przemysłową i inwestycyjną. Przedsiębiorstwa potrzebują przewidywalnych warunków dostępu do energii, sieci, mocy przyłączeniowych, mechanizmów wsparcia i zasad rozliczeń. Należy wspierać rozwiązania wzmacniające konkurencję i ograniczające koszty energii dla odbiorców końcowych, w szczególności kontrakty długoterminowe (PPA/cPPA), linie bezpośrednie, energetykę rozproszoną, usługi elastyczności, agregację i aktywny udział odbiorców przemysłowych w rynku energii. Konkurencja powinna sprzyjać efektywniejszej alokacji inwestycji, większej przejrzystości cen i ograniczaniu kosztów transformacji.

Szczególne znaczenie mają sektory energochłonne, które konkurują na rynkach międzynarodowych i są najbardziej narażone na skutki wysokich cen energii, niestabilności regulacyjnej oraz opóźnienia dekarbonizacji. Brak szybkiej modernizacji systemu elektroenergetycznego może prowadzić do trwałego pogorszenia pozycji polskiego przemysłu, spadku atrakcyjności inwestycyjnej kraju i ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego.

BIBLIOGRAFIA

Europejski Kongres Finansowy, <https://www.efcongress.com/rekomendacje/rekomendacje-2026/> (dostęp: 10.07.2026).

Główny Urząd Statystyczny, <https://bdm.stat.gov.pl/>

Makroekonomiczne wyzwania i prognozy dla polski, XVII EDYCJA – CZERWIEC 2026, Europejski Kongres Finansowy, 2026.