



MIĘDZYNARODOWY SYSTEM FINANSOWY

Janusz Bilski
Małgorzata Janicka
Tomasz Miziołek



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

CZĘŚĆ III

UCZESTNICY MIĘDZYNARODOWEGO RYNKU FINANSOWEGO

ROZDZIAŁ 1

SYSTEMATYKA UCZESTNIKÓW MIĘDZYNARODOWEGO RYNKU FINANSOWEGO

Analiza funkcjonowania rynku finansowego jest z reguły dokonywana za pomocą jednego z dwóch podejść: przedmiotowego lub podmiotowego. Punktem wyjścia do najczęściej stosowanej w praktyce analizy przedmiotowej są różnego rodzaju klasyfikacje instrumentów finansowych, jakie są kreowane na rynku finansowym oraz transakcji na nim przeprowadzanych. Klasyfikacje te z kolei są źródłem systematyki instrumentów finansowych (w tym papierów wartościowych) dostępnych na rynkach finansowych – najczęściej stosowane klasyfikacje transakcji i instrumentów finansowych oparte są na kryteriach dotyczących: ich głównych cech (rynek pieniężny, kapitałowy, walutowy, instrumentów pochodnych), kreacji instrumentu (rynek pierwotny i wtórny), jego dostępności dla inwestorów i ochrony ich praw (rynek publiczny i prywatny), czy też terminu rozliczenia transakcji (rynek natychmiastowy i terminowy).

W przypadku drugiego podejścia zwraca się uwagę na strukturę podmiotową rynku finansowego. Na ogół w literaturze przedmiotu utożsamiana jest ona z klasyfikacją instytucji finansowych (pośredników finansowych), czyli podmiotów ekonomicznych, których działalność polega

w głównej mierze na przyjmowaniu na siebie zobowiązań finansowych i nabywaniu takich zobowiązań od innych podmiotów¹. Niewątpliwie instytucje finansowe odgrywają kluczową rolę w sprawnym funkcjonowaniu rynku finansowego, jednak w praktyce uczestnikami rynku finansowego – bezpośrednio lub pośrednio – są także inne kategorie podmiotów: emitenci, inwestorzy (ich funkcje mogą być również pełnione przez znaczną część podmiotów zaliczanych do grona instytucji finansowych) oraz instytucje regulujące i nadzorujące rynek finansowy. Wydaje się, iż właśnie takie szerokie ujęcie uczestników rynku finansowego (nie zawężające podmiotów na nim występujących jedynie do pośredników finansowych), które zostanie zaprezentowane w niniejszym rozdziale, znacznie lepiej opisuje współczesny rynek finansowy od strony podmiotowej (w szczególności w skali międzynarodowej).

Na kształt analizy rynku finansowego w ujęciu przedmiotowym, jak też ściśle z nią powiązanej analizy podmiotowej, istotny wpływ ma z pewnością dynamiczny rozwój tego rynku w skali globalnej w trzech ostatnich dekadach połączony ze wzrostem jego znaczenia w światowej gospodarce. Obserwowane w tym okresie tendencje, zarówno jeśli chodzi o coraz większą różnorodność instrumentów finansowych, jak też wzrost liczby podmiotów emitujących je, pośredniczących w ich obrocie, organizujących i rozliczających obrót nimi, a także inwestujących w nie, mogą być traktowane w dwojaki sposób. Zjawiska te mogą mieć pozytywny charakter, gdyż zwiększają zarówno liczbę dostępnych możliwości pozyskania i/lub ulokowania kapitału dla emitentów i inwestorów odpowiadających preferencjom konkretnych podmiotów (w przypadku instrumentów finansowych niektóre są wręcz tworzone na indywidualne zamówienie klientów)², jak i liczbę podmiotów oferujących takie możliwości (zwłaszcza w obliczu globalizacji i niezwykle dynamicznego rozwoju technologii informacyjnych). Z drugiej jednak strony mnogość dostępnych instrumentów inwestycyjnych oraz podmiotów będących uczestnikami rynku finansowego nastrocza wielu trudności w ich precyzyjnej klasyfikacji.

¹ *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 33.

² Na marginesie warto jednak zaznaczyć, iż bogactwo wyboru (także w przypadku instrumentów rynku finansowego) nie zawsze skutkuje lepszymi decyzjami inwestycyjnymi i zapewnia większą satysfakcję. Jak pokazują wyniki współczesnych badań z zakresu nauk społecznych nadmiar możliwości wyboru może się okazać szkodliwy dla samopoczucia człowieka, bywa źródłem nierealistycznych oczekiwań i poczucia winy po podjęciu decyzji. Więcej na ten temat: B. Schwartz, *Paradoks wyboru. Dlaczego więcej oznacza mniej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013.

W celu przeanalizowania mechanizmów funkcjonowania uczestników rynku finansowego w skali międzynarodowej, występujących między nimi zależności oraz najważniejszych tendencji w ich działalności w ostatnich latach, w pierwszej kolejności konieczne jest zatem dokonanie ich systematyzacji. Jak zostało to już wspomniane wcześniej, nie jest to jednak zadanie łatwe, gdyż na globalnym rynku finansowym występuje wiele bardzo różnorodnych instytucji zarówno stricte finansowych, jak i niefinansowych, których działalność jest często bardzo złożona, co utrudnia jednoznaczne zakwalifikowanie danego podmiotu do określonej kategorii uczestników. Mimo postępujących procesów globalizacji rynków finansowych, rozwój tych podmiotów (zwłaszcza zajmujących się pośrednictwem finansowym) w poszczególnych państwach był do tychczas i jest nadal w istotnym stopniu zdeterminowany przez lokalne i/lub ponadnarodowe przepisy. W rezultacie zarówno architektura rynków finansowych, jak też charakterystyka działających na nich podmiotów mogą znacząco różnić się pomiędzy poszczególnymi krajami. Choć od dłuższego czasu podejmowane są próby zharmonizowania przynajmniej części tych regulacji na niektórych obszarach (zwłaszcza w Unii Europejskiej), nadal sposoby funkcjonowania rynków finansowych np. w Stanach Zjednoczonych oraz w państwach europejskich, a tym samym metody prezentowania danych na temat tych rynków i instytucji na nich obecnych, są mocno rozbieżne.

Zróznicowanie to dotyczy również, a może przede wszystkim, sfery instytucjonalnej międzynarodowego rynku finansowego (MRF). W konsekwencji klasyfikacje uczestników rynków finansowych tworzone przez podmioty zajmujące się m.in. monitorowaniem ich funkcjonowania w poszczególnych państwach lub regionach tylko w niewielkim stopniu są ze sobą zbieżne, wskutek czego zaprezentowanie spójnej, powszechnie obowiązującej i akceptowanej systematyki nie jest w praktyce możliwe. Co więcej, rozmaite publikacje o charakterze podręcznikowym lub przewodnikowym opracowywane przez renomowane ponadnarodowe instytucje działające w skali globalnej lub na poszczególnych kontynentach (tworzone głównie do celów statystycznych) skupiają się zazwyczaj na ujęciu przedmiotowym, tj. na aktywach finansowych, instrumentach finansowych i/lub papierach wartościowych³; podobnie rzecz się ma z aktami prawnymi (np. dyrektywa MIFID II w UE).

³ Przykładem może być *Handbook of Securities Statistics* – wspólna publikacja Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Banku Rozrachunków Międzynarodowych oraz Europejskiego Banku Centralnego opublikowana w maju 2015 r. w odpowiedzi

Mimo opisanych powyżej obiektywnych trudności związanych z brakiem jednolitej typologii podmiotów będących uczestnikami MRF w literaturze przedmiotu, wydaje się, iż możliwe jest stworzenie ich uniwersalnej systematyki przy wykorzystaniu systemów rachunków narodowych. Choć stanowią one przede wszystkim fundament nowoczesnego systemu statystyki gospodarczej i punkt odniesienia dla opisu i analizy gospodarek (są źródłem wielu wskaźników pomocnych w zarządzaniu gospodarczym), mogą okazać się przydatne także do analizy funkcjonowania współczesnego MRF, gdyż zawierają nie tylko szczegółowe klasyfikacje transakcji finansowych (w różnych aspektach), ale także podział funkcjonujących w gospodarce jednostek na sektory i podsektory instytucjonalne. W ramach tego podziału wyróżnia się m.in. sektor instytucji finansowych, czyli podmiotów, które mają szczególne znaczenie w strukturze uczestników MRF.

W niniejszym rozdziale zaprezentowana zostanie systematyzacja uczestników MRF wraz z ich krótką charakterystyką przy wykorzystaniu metodologii ESA 2010 obowiązującej w państwach członkowskich Unii Europejskiej i opartej na globalnej metodologii SNA 2008, która została implementowana nie tylko w UE, ale także w niemal wszystkich państwach należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) i w niektórych krajach niewchodzących w skład tej organizacji.

Uczestników MRF można zaklasyfikować do czterech kategorii podmiotów: instytucji finansowych, emitentów instrumentów finansowych, inwestorów oraz instytucji regulujących i nadzorujących funkcjonowanie rynku finansowego, w tym oczywiście także nadzorujących podmioty na nim działające i emitowane (zbywane) przez nie papiery wartościowe (instrumenty finansowe). Warto podkreślić, iż nie są to zbiory (grupy) rozłączne – dotyczy to zwłaszcza tych podmiotów zaliczanych do grona instytucji finansowych, które świadczą usługi pośrednictwa finansowego. W ramach tej działalności pełnią one bowiem także funkcje inwestorów (nabywają aktywa finansowe) oraz emitentów (emitują instrumenty finansowe). Oprócz tego w strukturze podmiotowej rynku finansowego występują także podmioty, które jednoznacznie można zakwalifikować do tylko jednej z wymienionych kategorii – są to np. gospodarstwa domowe.

na wniosek Grupy Roboczej ds. Baz Papierów Wartościowych (Working Group on Securities Databases – WGSD) dotyczący opracowania standardów metodologicznych dla danych statystycznych odnośnie papierów wartościowych oraz w celu poprawy informacji na temat rynków papierów wartościowych.

1.1. Instytucje finansowe

Najistotniejszą rolę w funkcjonowaniu rynku finansowego, w skali zarówno lokalnej jak i globalnej, odgrywają instytucje finansowe. Choć jest to bardzo obszerna kategoria obejmująca podmioty zaangażowane w różnego rodzaju działalność na rynku finansowym, w statystykach rachunków narodowych jest wyodrębniana jako jeden sektor – sektor instytucji finansowych.

Podstawowym dokumentem określającym zasady tworzenia rachunków narodowych w skali świata jest obecnie System Rachunków Narodowych w wersji z 2008 r. (System of National Accounts 2008, SNA 2008) opracowany przez Organizację Narodów Zjednoczonych (ONZ), Komisję Europejską (Eurostat), Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju i Bank Światowy i przyjęty w lutym 2009 r. przez Komisję Statystyczną ONZ⁴. Do końca 2014 r. standardy te zostały implementowane (w kształcie uwzględniającym specyfikę danego kraju) przez większość państw należących do OECD – w Australii w 2009 r., w Kanadzie w 2012 r., w Izraelu, Meksyku i Stanach Zjednoczonych w 2013 r.⁵, natomiast w Korei Południowej, państwach członkowskich UE, Islandii, Szwajcarii, Norwegii i Nowej Zelandii w 2014 r.; w 2015 r. SNA 2008 miał zostać wdrożony w Turcji, zaś w 2016 r. w Chile i w Japonii⁶.

W oparciu o SNA 2008 w Unii Europejskiej przygotowany został Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych 2010 (European System of Accounts 2010, ESA 2010)⁷. ESA 2010 został ustanowiony

⁴ Zastąpił on obowiązujący wcześniej System Rachunków Narodowych w wersji z 1993 r. (System of National Accounts 1993, SNA 1993).

⁵ SNA 2008 został wdrożony w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 2013 r. do National Income and Product Accounts (NIPAs) przez Bureau of Economic Analysis (BEA).

⁶ P. van de Ven, *New standards for compiling national accounts: what's the impact on GDP and other macro-economic indicators?*, OECD Statistics Brief, February 2015 – No. 20, s. 1.

⁷ Zastąpił on obowiązujący do 2014 r. ESA 95, który został wprowadzony rozporządzeniem Rady (WE) nr 2223/96 z dnia 25 czerwca 1996 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych we Wspólnocie (*Council Regulation (EC) No 2223/96 of 25 June 1996 on the European system of national and regional accounts in the Community*). Podstawą ESA 95 był ogólnosiwiatowy System Rachunków Narodowych 1993 (System of National Accounts 1993, SNA 1993). Rewizja ESA 95 na ESA 2010 podyktowana była znaczącymi zmianami mającymi wpływ na gospodarkę, jakie zaszły w ciągu minionych dwudziestu lat. Dotyczyły one w szczególności wzrostu roli technologii informacyjnych i komunikacyjnych w procesie produkcji,

na podstawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (*Regulation (EU) No 549/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on the European system of national and regional accounts in the European Union*)⁸. Obejmuje on metodykę sporządzania zestawień statystycznych z zakresu rachunków narodowych przez kraje członkowskie Unii Europejskiej (załącznik A rozporządzenia) oraz program transmisji tych zestawień do Komisji Europejskiej (Eurostatu) (załącznik B). Metodyka ESA 2010 jest również zgodna z zasadami zawartymi w opublikowanym przez MFW w 2009 r. szóstym wydaniu Podręcznika Bilansu Płatniczego i Międzynarodowej Pozycji Inwestycyjnej (*Balance of Payments and International Investment Position Manual. Sixth Edition (BPM6)*). ESA 2010 jest stosowana w Unii Europejskiej od września 2014 r., kiedy wszedł w życie program transmisji danych określony w rozporządzeniu 549/2013.

Metodyka ESA 2010 dotyczy standardów, definicji, klasyfikacji i zasad zapisów księgowych stosowanych do zestawiania rachunków narodowych. Zapewnia to porównywalność danych opracowywanych przez państwa będące członkami UE, a także – poprzez fakt, iż jest oparta na SNA 2008 – umożliwia dokonywanie porównań międzynarodowych⁹. Zapewnienie wysokiej porównywalności danych z rachunków narodowych jest niezwykle istotne, gdyż jako zestawienie zharmonizowanych i wiarygodnych statystyk stanowią one źródło cennych informacji niezbędnych do podejmowania decyzji i do prowadzenia analiz przez rządy, podmioty gospodarcze i społeczne oraz ogół społeczeństwa (media, przedsiębiorstwa, jednostki naukowe)¹⁰.

ESA 2010 wykorzystuje dwa sposoby prezentacji procesów zachodzących w gospodarce, tj. poprzez grupowanie jednostek instytucjonalnych w sektory instytucjonalne oraz poprzez grupowanie lokalnych jednostek rodzaju działalności wg rodzajów działalności¹¹. Z punktu widzenia

znaczenia wartości niematerialnych i prawnych, produktów własności intelektualnej, działalności usługowej, czy globalizacji.

⁸ Rozporządzenie zostało opublikowane w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej 26 czerwca 2013 r.

⁹ *Informacja dotycząca wdrożenia ESA 2010 w statystyce monetarnej i finansowej publikowanej przez Narodowy Bank Polski*, NBP 2014, s. 1–2.

¹⁰ *Technical press briefing*, Eurostat, 16 January 2014, s. 1.

¹¹ *Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych (ESA2010) a polskie rachunki narodowe. Wstępny szacunek wpływu zmian na poziom nominalny produktu krajowego brutto (pkb)*, GUS, 16.01.2013, s. 2.

zagadnień omawianych w niniejszym rozdziale kluczowe znaczenie ma wyodrębnienie w ramach sektorów instytucjonalnych (czyli kategorii grupujących jednostki instytucjonalne¹² o podobnym typie zachowań ekonomicznych) sektora instytucji finansowych (S.12). W efekcie ESA 2010 jest obecnie podstawową regulacją, na bazie której dokonuje się prezentacji i analiz danych statystycznych dotyczących instytucji finansowych w Unii Europejskiej¹³.

Sektor instytucji finansowych dzieli się na 9 podsektorów, co umożliwia bardziej precyzyjny opis zachowań ekonomicznych jednostek wchodzących w skład danego podsektora. Ponadto jednostki należące do poszczególnych podsektorów sektora instytucji finansowych (za wyjątkiem banku centralnego) mogą mieć charakter:

- podmiotów publicznych (podmioty stanowiące własność jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych),
- podmiotów prywatnych krajowych (podmioty, które nie są kontrolowane ani przez sektor instytucji rządowych i samorządowych, ani przez zagraniczne jednostki instytucjonalne),
- podmiotów pozostających pod kontrolą zagraniczną (podmioty kontrolowane przez jednostki instytucjonalne będące nierezydentami).

Szczegółowy opis wszystkich podsektorów sektora instytucji finansowych wraz z ich skrótowymi oznaczeniami według ESA 2010 prezentuje tabela 1.1.

Zgodnie z definicją ESA 2010 sektor instytucji finansowych obejmuje samodzielne jednostki instytucjonalne posiadające osobowość prawną i będące producentami rynkowymi, których podstawową działalnością jest świadczenie usług finansowych. Do tych jednostek należą wszystkie podmioty, które angażują się głównie w:

¹² Według definicji zamieszczonej w ESA 2010 (art. 2.12.) jednostka instytucjonalna jest podmiotem gospodarczym charakteryzującym się autonomią podejmowania decyzji w odniesieniu do pełnienia przez nią jej podstawowej funkcji. Jednostka będąca rezydentem jest uważana za jednostkę instytucjonalną na terytorium ekonomicznym, gdzie znajduje się jej główne centrum interesów ekonomicznych, jeżeli posiada autonomię podejmowania decyzji oraz prowadzi pełen zestaw rachunków lub jest w stanie go sporządzić.

¹³ ESA 2010 jest również wykorzystywana przez najważniejsze grupy finansowe świata m.in. przy tworzeniu raportów dotyczących globalnych aktywów finansowych. Przykładem jest Allianz Global Wealth Report, którego podstawą są właśnie dane pochodzące z rachunków narodowych, w tym także tych stworzonych w oparciu o ESA 2010.

Tabela 1.1. Sektor instytucji finansowych (S.12) w podziale na podsektory według ESA 2010

Podsektory			Publiczne	Prywatne krajowe	Pod kontrolą zagraniczną
Monetarne instytucje finansowe	Bank centralny	S.121			
	Instrukcje przyjmujące depozyty z wyjątkiem banku centralnego	S.122	S.12201	S.12202	S.12203
	Pozostałe monetarne instytucje finansowe	S.123	S.12301	S.12302	S.12303
	Fundusze rynku pieniężnego	S.124	S.12401	S.12402	S.12403
Instytucje finansowe z wyjątkiem monetarnych instytucji finansowych oraz instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych	Fundusze inwestycyjne niebędące funduszami rynku pieniężnego	S.125	S.12501	S.12502	S.12503
	Pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego, z wyjątkiem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych	S.126	S.12601	S.12602	S.12603
Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalno-rentowe	Pomocnicze instytucje finansowe	S.127	S.12701	S.12702	S.12703
	Instytucje finansowe typu <i>captive</i> i udzielające pożyczek	S.128	S.12801	S.12802	S.12803
	Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalno-rentowe	S.129	S.12901	S.12902	S.12903

Źródło: Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej – tablica 2.1.

- pośrednictwo finansowe – jest to działalność, w ramach której jednostka instytucjonalna nabywa aktywa finansowe i zaciąga zobowiązania na swój własny rachunek poprzez angażowanie się w transakcje finansowe na rynku. Aktywa i zobowiązania pośredników finansowych są przekształcane lub przegrupowywane na przykład w związku z terminem płatności, skalą, ryzykiem w procesie pośrednictwa finansowego;
- pomocniczą działalność finansową – jest to działalność związana z pośrednictwem finansowym, która nie obejmuje samego pośrednictwa.

Ponadto do podmiotów sektora finansowego ESA 2010 zalicza jednostki instytucjonalne świadczące usługi finansowe, w przypadku których większość aktywów lub zobowiązań nie podlega transakcjom na rynkach otwartych.

W procesie pośrednictwa finansowego dokonuje się transferu funduszy między stronami trzecimi – od tych, które posiadają nadwyżki funduszy, do tych, którym ich brakuje. Instytucja pośrednictwa finansowego nie jest jedynie agentem dla pozostałych jednostek instytucjonalnych, ale sama naraża się na ryzyko poprzez nabywanie aktywów finansowych i zaciąganie zobowiązań na swój własny rachunek. Należy także zwrócić uwagę, iż pośrednictwo finansowe ogranicza się do nabywania aktywów i zaciągania zobowiązań dotyczących całego społeczeństwa lub dokładnie w tym celu określonych i względnie dużych podgrup społeczeństwa; nie dotyczy natomiast działalności ograniczonej do małych grup osób lub rodzin.

Pomocnicza działalność finansowa obejmuje natomiast działalność jedynie wspomagającą realizację transakcji dotyczących aktywów finansowych i zobowiązań lub przekształcania bądź przegrupowywania funduszy. Zadaniem tych podmiotów jest zatem ułatwianie pośrednictwa finansowego. W związku z powyższym pomocnicze instytucje finansowe nie wystawiają się na ryzyko związane z nabywaniem aktywów finansowych czy zaciąganiem zobowiązań.

Monetarne instytucje finansowe

Pierwszą kategorią wyodrębnioną w ramach sektora instytucji finansowych są monetarne instytucje finansowe (*monetary financial institutions*, MFIs). Zgodnie z rozporządzeniem EBC (UE) nr 1071/2013 z dnia 24 września 2013 r. dotyczącym bilansu sektora monetarnych instytucji finansowych (EBC/2013/33) (*Regulation (EU) No 1071/2013 of The European Central Bank of 24 September 2013 concerning the balance sheet*

of the monetary financial institutions sector) do tego grona należą banki centralne oraz pozostałe monetarne instytucje finansowe (*other monetary financial institutions, OMFIs*), w tym instytucje przyjmujące depozyty oraz fundusze rynku pieniężnego.

Według ESA 2010 do podsektora banku centralnego (*central bank*) (S.121) należą wszystkie podmioty, których podstawową funkcją jest emisja pieniądza, zachowywanie odpowiedniego poziomu wartości waluty krajowej i obcej oraz utrzymywanie całości lub części rezerw walutowych kraju. Instytucjami tymi są zatem przede wszystkim narodowe banki centralne (również gdy są częścią Europejskiego Systemu Banków Centralnych¹⁴), a także centralne instytucje monetarne o zasadniczo publicznym charakterze (np. instytucje zarządzające wymianą walut lub emitujące pieniądź), prowadzące pełen zestaw rachunków i posiadające autonomię podejmowania decyzji w odniesieniu do instytucji rządowych na szczeblu centralnym.

Instytucje przyjmujące depozyty z wyjątkiem banku centralnego (*deposit-taking corporations except the central bank*) (S.122) to wszystkie podmioty (z wyjątkiem zaliczonych do podsektorów bank centralny oraz fundusze rynku pieniężnego), których podstawową działalnością jest pośrednictwo finansowe i zajmujące się przyjmowaniem depozytów lub bliskich substytutów depozytów od jednostek instytucjonalnych (a zatem nie tylko od monetarnych instytucji finansowych) oraz, we własnym imieniu, udzielające kredytów i pożyczek lub dokonujące inwestycji w papiery wartościowe. Zgodnie z ESA 2010 grupy tej nie można utożsamiać wyłącznie z bankami, gdyż podsektor ten może również obejmować pewne instytucje finansowe, które same siebie nie nazywają bankami, lub instytucje finansowe, którym się na stosowanie tej nazwy w pewnych państwach nie zezwala. Z drugiej strony niektóre inne instytucje finansowe, które określają się jako banki, mogą w rzeczywistości nie być instytucjami przyjmującymi depozyty. Stąd też wśród instytucji pośrednictwa finansowego należących do tego podsektora wyróżnia się:

- a) banki komercyjne i banki uniwersalne;
- b) banki oszczędnościowe (w tym powiernicze banki oszczędnościowe, banki oszczędnościowe oraz stowarzyszenia pożyczkowe);
- c) żyro-poczty, banki pocztowe i żyro-banki;

¹⁴ Europejski System Banków Centralnych (European System of Central Bank, ESCB) obejmuje Europejski Bank Centralny oraz narodowe banki centralne (*national central banks, NCBs*) wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej, niezależnie od tego, czy przyjęły one euro czy nie.

- d) wiejskie banki kredytowe i rolnicze banki kredytowe;
- e) spółdzielcze banki kredytowe i kasy oszczędnościowo-pożyczkowe;
- f) banki specjalistyczne (np. banki kupieckie, domy emisyjne, banki prywatne);
- g) instytucje pieniądza elektronicznego, których podstawową działalnością jest pośrednictwo finansowe.

Warunkowo do omawianej kategorii monetarnych instytucji finansowych zalicza się także instytucje zajmujące się udzielaniem kredytów i pożyczek hipotecznych (włączając towarzystwa budowlane, banki hipoteczne i hipoteczne instytucje kredytowe) oraz komunalne instytucje kredytowe – o ile zajmują się przyjmowaniem lokat od ludności, zarówno w formie depozytów, jak i w innych postaciach (np. w formie powtarzalnych emisji długoterminowych dłużnych papierów wartościowych); jeśli nie spełniają tego warunku, są klasyfikowane w podsektorze funduszy inwestycyjnych niebędących funduszami rynku pieniężnego.

Podsektor funduszy rynku pieniężnego (*money market funds*, MMFs) (S.123) – zgodnie z metodyką ESA 2010 – skupia wszystkie instytucje finansowe i przedsiębiorstwa (z wyjątkiem tych zaliczonych do podsektorów banku centralnego oraz instytucji kredytowych), których podstawową działalnością jest pośrednictwo finansowe. Zajmują się one emisją udziałów lub jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych jako bliskich substytutów depozytów oraz, we własnym imieniu, dokonują inwestycji, przede wszystkim w udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego, krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe lub depozyty. W praktyce są to fundusze inwestycyjne typu zamkniętego i otwartego oraz inne systemy zbiorowego inwestowania, których udziały lub jednostki uczestnictwa są bliskimi substytutami depozytów¹⁵.

Instytucje finansowe z wyjątkiem monetarnych instytucji finansowych oraz instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych

Według metodologii ESA 2010 kategoria ta obejmuje cztery typy instytucji finansowych, które nie są ani monetarnymi instytucjami finansowymi, ani instytucjami ubezpieczeniowymi czy funduszami emerytalno-rentowymi.

¹⁵ Szczegółowe wytyczne odnośnie warunków, jakie powinny spełniać fundusze rynku pieniężnego, określa art. 2 rozporządzenia EBC (UE) 1071/2013.

Pierwszą z nich są fundusze inwestycyjne niebędące funduszami rynku pieniężnego (*non-MMF investment funds*) (S.124). Podsektor ten grupuje wszystkie systemy zbiorowego inwestowania (z wyjątkiem tych zaklasyfikowanych do podsektora funduszy rynku pieniężnego), których podstawową działalnością jest pośrednictwo finansowe. Instytucje te zajmują się emisją udziałów lub jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych niebędących bliskimi substytutami depozytów oraz, we własnym imieniu, dokonują inwestycji, przede wszystkim w aktywa finansowe inne niż krótkoterminowe aktywa finansowe oraz w aktywa niefinansowe (głównie w nieruchomości)¹⁶. Są to zatem fundusze typu zamkniętego i otwartego oraz inne systemy zbiorowego inwestowania, których udziały lub jednostki uczestnictwa nie są uznawane za bliskie substytuty depozytów.

W praktyce do grona instytucji pośrednictwa finansowego wchodzących w skład tego podsektora należy pięć grup funduszy:

- a) fundusze inwestycyjne typu otwartego, których udziały lub jednostki uczestnictwa są, na wniosek udziałowców, odkupywane lub wykupywane bezpośrednio lub pośrednio z aktywów przedsiębiorstwa;
- b) fundusze inwestycyjne typu zamkniętego, z określonym kapitałem podstawowym, w przypadku których inwestorzy przyłączający się do funduszu lub opuszczający go muszą zakupić lub sprzedać istniejące udziały;
- c) fundusze inwestycyjne nieruchomości;
- d) fundusze inwestycyjne inwestujące w inne fundusze (tzw. fundusze funduszy);
- e) fundusze hedgingowe obejmujące różne systemy zbiorowego inwestowania charakteryzujące się zwykle wysokimi wymaganymi minimalnymi kwotami inwestycji, ograniczonymi regulacjami oraz szerokim wachlarzem strategii inwestycyjnych.

Podsektor pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego, z wyjątkiem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych (*other financial intermediaries, except insurance corporations and pension*

¹⁶ Szczegółowa definicja funduszu inwestycyjnego jest zawarta w art. 1, pkt. 1 rozporządzenia EBC (UE) 1073/2013 z dnia 18 października 2013 r. dotyczącego danych statystycznych w zakresie aktywów i zobowiązań funduszy inwestycyjnych (EBC/2013/38) (*Regulation (EU) No 1073/2013 of The European Central Bank of 18 October 2013 concerning statistics on the assets and liabilities of investment funds*).

funds) (S.125) składa się z podmiotów, których podstawową działalnością jest pośrednictwo finansowe realizowane poprzez zaciąganie zobowiązań w formach innych niż gotówka, depozyty lub udziały funduszy inwestycyjnych, bądź związanych z ubezpieczeniami, emeryturami i rentami oraz standaryzowanymi programami gwarancyjnymi od jednostek instytucjonalnych. Instytucje należące do tej kategorii zajmują się przede wszystkim długoterminowymi transakcjami finansowymi, co wyróżnia ten podsektor na tle podsektorów pozostałych monetarnych instytucji finansowych (a więc głównie banków i funduszy rynku pieniężnego).

W ramach opisywanego podsektora instytucji finansowych ESA 2010 wyróżnia cztery typy podmiotów:

- podmioty sekurytyzacyjne (*financial vehicle corporations engaged in securitisation transactions, FVCs*) – zajmują się przeprowadzaniem transakcji sekurytyzacyjnych¹⁷;
- domy maklerskie na własny rachunek (*security and derivative dealers on own account*) – instytucje pośrednictwa kredytowego działające na własny rachunek;
- instytucje finansowe zajmujące się kredytowaniem (*financial corporations engaged in lending*) – np. instytucje pośrednictwa finansowego angażujące się w: leasing finansowy, sprzedaż ratalną oraz zabezpieczenie osobistych i komercyjnych finansów lub faktoring;
- specjalistyczne instytucje finansowe (*specialised financial corporations*) – instytucje pośrednictwa finansowego, takie jak np. przedsiębiorstwa inwestycji kapitałowych o wysokim stopniu ryzyka (*venture and development capital companies*), finansowe przedsiębiorstwa eksportowo-importowe lub instytucje pośrednictwa finansowego, które przyjmują depozyty lub bliskie substytuty depozytów, bądź zaciągają pożyczki wyłącznie wobec monetarnych instytucji finansowych (obejmują one także izby rozliczeniowe partnerów centralnych (*central counterparty clearing houses, CCPs*) przeprowadzające transakcje dotyczące umów z przyrzeczeniem odkupu (transakcje repo) między monetarnymi instytucjami finansowymi).

¹⁷ Szczegółowe definicje podmiotu sekurytyzacyjnego oraz sekurytyzacji znajdują się w art. 1, pkt. 1 i 2 rozporządzenia EBC (UE) 1075/2013 z dnia 18 października 2013 r. w sprawie danych statystycznych w zakresie aktywów i pasywów podmiotów sekurytyzacyjnych (EBC/2013/40) (*Regulation (EU) No 1075/2013 of The European Central Bank of 18 October 2013 concerning statistics on the assets and liabilities of financial vehicle corporations engaged in securitisation transactions*).

Trzecim podsektorem wchodzącym w skład omawianej kategorii instytucji finansowych są pomocnicze instytucje finansowe (*financial auxiliaries*) (S.126). Choć podmioty wchodzące w skład tego podsektora nie są instytucjami pośrednictwa finansowego, to ich podstawowa działalność jest ściśle związana z pośrednictwem finansowym. W jego ramach funkcjonuje wiele podmiotów prowadzących działalność o bardzo różnorodnym charakterze. Zgodnie z metodologią ESA 2010 są to:

- a) brokerzy ubezpieczeniowi, administratorzy do spraw ratownictwa morskiego i awarii, doradcy ubezpieczeniowi i emerytalno-rentowi itp.;
- b) brokerzy pożyczkowi, maklerzy papierów wartościowych, doradcy inwestycyjni itp.;
- c) spółki doradzające/pośredniczące przy wprowadzaniu akcji przedsiębiorstw do obrotu giełdowego;
- d) instytucje, których podstawową funkcją jest udzielanie gwarancji poprzez potwierdzenia, weksle i podobne instrumenty;
- e) instytucje zajmujące się operacjami w zakresie instrumentów pochodnych i zabezpieczających, takich jak swapy, opcje i terminowe kontrakty finansowe typu *futures* (bez ich wydawania);
- f) instytucje zapewniające infrastrukturę dla funkcjonowania rynków finansowych;
- g) centralne urzędy nadzoru pośrednictwa finansowego i rynków finansowych, jeżeli są odrębnymi jednostkami instytucjonalnymi;
- h) instytucje zarządzające funduszami emerytalno-rentowymi, funduszami wspólnego inwestowania itp.;
- i) instytucje prowadzące giełdy papierów wartościowych i giełdy ubezpieczeniowe;
- j) instytucje niekomercyjne uznane za samodzielne jednostki posiadające osobowość prawną, działające na rzecz instytucji finansowych, ale nieprowadzące działalności pośrednictwa finansowego;
- k) instytucje płatnicze (ułatwiający dokonywanie płatności między stroną kupującą a sprzedającą).

Ostatnim podsektorem w tej kategorii są instytucje finansowe typu *captive* i udzielające pożyczek (*captive financial institutions and money lenders*) (S.127). Ich funkcjonowanie nie polega ani na pośrednictwie finansowym, ani na pomocniczych usługach finansowych, zaś większość

ich aktywów i zobowiązań nie jest przedmiotem transakcji na otwartych rynkach. Są to w szczególności:

- a) jednostki posiadające osobowość prawną, takie jak podmioty zarządzające powierzonym majątkiem lub przedsiębiorstwa typu *brass plate*;
- b) spółki holdingowe, które posiadają pakiety kontrolne grupy jednostek zależnych, a ich główną działalnością jest posiadanie tej grupy bez świadczenia innych usług na rzecz przedsiębiorstw, w których posiadają udziały, tzn. jednostki te nie administrują innych jednostek ani nimi nie zarządzają;
- c) spółki specjalnego przeznaczenia (*special purpose enterprises, SPEs*), które zaliczają się do jednostek instytucjonalnych i gromadzą fundusze na rynkach otwartych do wykorzystania przez ich jednostkę macierzystą;
- d) jednostki świadczące usługi finansowe na rzecz wielu klientów przy wykorzystaniu wyłącznie środków własnych lub pochodzących od sponsora, podejmujące ryzyko finansowe niedotrzymania warunków przez dłużnika. Są to przykładowo: instytucje pożyczające pieniądze, instytucje udzielające kredytów studenckich bądź pożyczek na import/eksport ze środków pochodzących od sponsora, takiego jak jednostka sektora instytucji rządowych i samorządowych bądź instytucja niekomercyjna, a także lombardy, których podstawową działalnością jest pożyczanie pieniędzy;
- e) fundusze specjalnego przeznaczenia sektora instytucji rządowych i samorządowych (*special purpose government funds*), określane zazwyczaj jako państwowe fundusze majątkowe (*sovereign wealth funds, SWFs*), o ile są zaklasyfikowane do instytucji finansowych.

Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalno-rentowe

Trzecią kategorią sektora instytucji finansowych wyszczególnioną w Europejskim Systemie Rachunków Narodowych i Regionalnych 2010 są instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalno-rentowe (*insurance corporations and pension funds, ICPFs*). Podmioty zakwalifikowane do tej kategorii zajmują się przede wszystkim gromadzeniem funduszy w celu ochrony klientów przed różnymi rodzajami ryzyka. W jej skład wchodzi dwa podsektory: instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalno-rentowe.

Podsektor instytucji ubezpieczeniowych (*insurance corporations*) (S.128) skupia podmioty, których główną działalnością jest pośrednictwo finansowe będące konsekwencją gromadzenia funduszy dla ochrony przed ryzykiem, przede wszystkim w formie ubezpieczenia bezpośredniego lub reasekuracji. W ramach ubezpieczeń bezpośrednich można wyróżnić, na podstawie kryterium przedmiotowego, ubezpieczenia na życie oraz pozostałe ubezpieczenia osobowe i majątkowe. Ubezpieczenia osobowe są związane z ryzykami osobowymi (choroba, inwalidztwo, starość, śmierć), natomiast ubezpieczenia majątkowe z ryzykami majątkowymi. Usługa ubezpieczenia na życie polega na dokonywaniu regularnych lub jednorazowych wpłat na rzecz ubezpieczyciela przez posiadacza polisy ubezpieczeniowej, w zamian za co ubezpieczyciel gwarantuje wypłatę ustalonej sumy lub renty w określonym terminie bądź wcześniej. Pozostałe ubezpieczenia osobowe i majątkowe to przykładowo ubezpieczenia: od pożaru (własności handlowej lub prywatnej), odpowiedzialności cywilnej (wypadkowe), pojazdu (szkód własnych i odpowiedzialności cywilnej), morskie, lotnicze i transportowe (w tym zagrożeń w zakresie energii), wypadkowe i zdrowotne oraz finansowe (udzielanie gwarancji lub listów gwarancyjnych¹⁸). Z kolei reasekuracja to świadczenie wykupione przez ubezpieczyciela dla ochrony przed wypłatą nadspodziewanie wielu lub wyjątkowo wysokich odszkodowań i świadczeń.

Instytucje ubezpieczeniowe to z reguły podmioty posiadające osobowość prawną lub jednostki wzajemne. Te pierwsze są własnością udziałowców i akcje wielu z nich są notowane na giełdach papierów wartościowych. Jednostki wzajemne są natomiast własnością posiadaczy polis ubezpieczeniowych. Zwracają one swoje zyski posiadaczom polis ubezpieczeniowych uprawniających do udziału w zyskach w towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych (TUV) w formie dywidendy lub premii. Instytucje ubezpieczeniowe typu captive są na ogół własnością przedsiębiorstw niefinansowych i udzielają ubezpieczeń od ryzyka swoim udziałowcom.

Do podsektora funduszy emerytalno-rentowych (*pension funds*) (S.129) należą te instytucje finansowe, dla których pośrednictwo finansowe – jako podstawowa działalność – jest wynikiem gromadzenia funduszy dla ochrony przed ryzykiem społecznym i dla zaspokojenia potrzeb osób ubezpieczonych (ubezpieczenia społeczne). Do tego grona zalicza się tylko te fundusze emerytalno-rentowe, które są jednostkami

¹⁸ Instytucje ubezpieczeń finansowych lub ubezpieczeń kredytu, nazywane również bankami gwarancyjnymi, udzielają gwarancji lub listów gwarancyjnych dla zabezpieczenia sekurytyzacji i innych produktów kredytowych.

instytucjonalnymi odrębnymi od jednostek, które je utworzyły. Posiadają one autonomię podejmowania decyzji i prowadzą pełen zestaw rachunków.

Uczestnikami systemów ubezpieczeń emerytalno-rentowych są z reguły pracownicy pojedynczego przedsiębiorstwa lub grupy przedsiębiorstw, pracownicy tej samej branży lub gałęzi oraz osoby wykonujące ten sam zawód. Fundusze emerytalno-rentowe zapewniają ubezpieczonym dochody po zakończeniu aktywności zawodowej, a często także świadczenia z tytułu śmierci i niepełnosprawności. Świadczenia te mogą być wypłacane po przejściu na emeryturę, w przypadku wystąpienia niepełnosprawności lub po śmierci osoby ubezpieczonej (wdowie, wdowcowi lub dzieciom).

Z uwagi na duże zróżnicowanie systemów emerytalno-rentowych w poszczególnych państwach Unii Europejskiej, ubezpieczenia społeczne mogą być realizowane w różnych formach. Przykładowo w niektórych państwach są one realizowane zarówno przez instytucje ubezpieczeniowe, jak też przez fundusze emerytalno-rentowe, z kolei w innych istnieje wymóg, aby ubezpieczenia od niektórych z ww. rodzajów ryzyka były prowadzone tylko przez instytucje ubezpieczeń na życie. Fundusze emerytalno-rentowe, w odróżnieniu od instytucji ubezpieczeń na życie, są ograniczone z mocy prawa do określonych grup pracowników i osób pracujących na własny rachunek.

Systemy funduszy emerytalno-rentowych mogą być organizowane zarówno przez pracodawców, sektor instytucji rządowych i samorządowych, jak i przez instytucje ubezpieczeniowe działające w imieniu pracowników; tworzone mogą być także odrębne podmioty do sprawowania własności i zarządzania aktywami wykorzystywanymi do wywiązania się ze świadczeń z tytułu uprawnień emerytalno-rentowych i wypłaty emerytur i rent.

1.2. Podmioty niefinansowe

Na międzynarodowym rynku finansowym, poza opisanymi powyżej instytucjami finansowymi, funkcjonują są również inne jednostki – podmioty niefinansowe. Charakter ich obecności na MRF jest jednak zasadniczo odmienny – nie świadczą one ani usług pośrednictwa finansowego, ani nie podejmują pomocniczej działalności finansowej. W ramach swojej działalności wykorzystują jednak rynek finansowy oraz instrumenty finansowe na nim występujące w celu realizacji doraźnych i/lub długoterminowych zamierzeń.

Podmioty niefinansowe nie posiadają często wystarczających zasobów finansowych, aby osiągnąć planowane cele inwestycyjne, produkcyjne lub konsumpcyjne; niektóre z nich poszukują środków finansowych do uregulowania wymagalnych zobowiązań¹⁹. Niezależnie od przyczyn, jakie spowodowały ich pojawienie się jako kapitałobiorców na rynku finansowym, odgrywają one bardzo istotną rolę jako emitenci instrumentów finansowych oferując podaż instrumentów finansowych²⁰, z której korzystają zarówno pośrednicy finansowi, jak i inne podmioty występujące w roli inwestorów.

Na rynku finansowym emitenci spotykają się z inwestorami – podmiotami dysponującymi nadwyżkami finansowymi i pragnącymi je w odpowiedni sposób ulokować. Kapitałodawcy dysponując bardzo bogatą i zróżnicowaną ofertą instrumentów finansowych emitowanych (zbywanych) przez instytucje finansowe oraz podmioty niefinansowe mogą – zgodnie ze swoimi preferencjami – wybrać takie instrumenty, które w danym momencie będą w najlepszy sposób spełniały ich oczekiwania odnośnie m.in. takich podstawowych parametrów inwestycyjnych jak oczekiwana stopa zwrotu, poziom ryzyka oraz płynność.

Warto przy tym podkreślić, iż tylko niektóre z podmiotów niefinansowych są uczestnikami rynku finansowego w wymiarze międzynarodowym. Dzieje się tak zazwyczaj wtedy, gdy jest to uzasadnione dużą skalą zgłaszanych przez nie potrzeb w zakresie pozyskania lub ulokowania kapitału, a lokalny rynek nie może im tego zapewnić. Pozostałe podmioty należące do tej kategorii, których potrzeby kapitałowe jest w stanie zaspokoić krajowy rynek finansowy (na akceptowalnych warunkach), bądź które preferują lokowanie wolnych środków finansowych w kraju zamiast inwestowania ich w aktywa zagraniczne²¹, na ogół nie korzystają (lub korzystają w znikomym stopniu) z możliwości, jakie oferuje MRF.

W celu zachowania spójności prezentowanych rozważań również i w przypadku podmiotów niefinansowych ich systematyka opierać się będzie na klasyfikacji sektorów instytucjonalnych obowiązującej

¹⁹ *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 44.

²⁰ W odróżnieniu od pośrednich instrumentów finansowych emitowanych przez instytucje finansowe, pozostali uczestnicy rynku finansowego emitują bezpośrednio instrumenty finansowe (są one bezpośrednio wykorzystywane przez emitujący je podmiot).

²¹ Zjawisko to określa się mianem *home bias*.

w ramach ESA 2010²². Na tej podstawie wyróżnić można zatem następujące kategorie tych podmiotów:

- przedsiębiorstwa niefinansowe,
- instytucje rządowe i samorządowe,
- gospodarstwa domowe,
- instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych.

Przedsiębiorstwa niefinansowe (*non-financial corporations*) (S.11) to samodzielne jednostki instytucjonalne posiadające osobowość prawną i będące producentami rynkowymi, których podstawową działalnością jest produkcja wyrobów i usług niefinansowych oraz niefinansowe jednostki typu przedsiębiorstwo. Podobnie jak większość instytucji finansowych sektor ten dzieli się na trzy podsektory obejmujące przedsiębiorstwa niefinansowe publiczne, prywatne krajowe i pozostające pod kontrolą zagraniczną.

Podmioty te występują na rynku finansowym przede wszystkim jako emitenci papierów wartościowych – głównie obligacji, akcji i instrumentów o charakterze hybrydowym. W efekcie prowadzonych emisji mogą finansować zarówno swoje potrzeby krótkoterminowe (na rynku pieniężnym) związane z działalnością produkcyjną, usługową lub handlową, jak też długoterminowe zwykle o charakterze inwestycyjnym (na rynku kapitałowym)²³; cele te mogą realizować oczywiście także poprzez sektor bankowy. W znacznie mniejszym stopniu pełnią one natomiast rolę inwestorów. Wynika to z faktu, iż generowane nadwyżki są na ogół przeznaczane na rozwój działalności (zakup aktywów rzeczowych i niematerialnych) lub wypłacane akcjonariuszom w formie dywidendy. W sytuacji pojawienia się niewielkich krótkoterminowych wolnych środków finansowych mogą być one jednak przeznaczane na inwestycje w instrumenty finansowe, które na ogół powinny charakteryzować się wysokim stopniem płynności i niewielkim poziomem ryzyka. Coraz większa grupa przedsiębiorstw niefinansowych korzysta natomiast z instrumentów pochodnych (pozagiełdowych, rzadziej giełdowych) w ramach zarządzania różnymi typami ryzyka.

²² Należy zaznaczyć, iż pojęcie „podmiotów niefinansowych” nie występuje w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 w sprawie ESA 2010 – zostało ono wprowadzone przez autora niniejszego rozdziału.

²³ *Rynki i instrumenty...*, s. 45.

Do sektora instytucji rządowych i samorządowych (*general government*) (S.13) zalicza się jednostki instytucjonalne będące producentami nierynkowymi, których produkcja globalna przeznaczona jest na spożycie indywidualne i ogólnospołeczne, finansowane z obowiązkowych płatności dokonywanych przez jednostki należące do pozostałych sektorów, a także jednostki instytucjonalne, których podstawową działalnością jest redystrybucja dochodu i bogactwa narodowego. W jego ramach wyróżnia się:

- a) instytucje rządowe na szczeblu centralnym (z wyjątkiem funduszy zabezpieczenia społecznego),
- b) instytucje rządowe i samorządowe na szczeblu regionalnym (z wyjątkiem funduszy zabezpieczenia społecznego),
- c) instytucje samorządowe na szczeblu lokalnym (z wyjątkiem funduszy zabezpieczenia społecznego),
- d) fundusze zabezpieczenia społecznego.

Podmioty należące do opisywanego sektora – niezależnie od szczebla na którym funkcjonują (choć w największym stopniu jest to widoczne na szczeblu centralnym) – zazwyczaj pełnią funkcję emitentów dłużnych papierów wartościowych, z reguły o charakterze średnio- i długoterminowym: obligacji skarbowych i obligacji municypalnych (komunalnych). Emisja tego rodzaju walorów jest konsekwencją trwałych niedoborów występujących w budżetach tych jednostek, które wymagają sfinansowania albo poprzez system bankowy, albo poprzez rynek pieniężny i/ lub kapitałowy. Konieczność stałego finansowania deficytów budżetowych i zarządzania długiem publicznym sprawia, iż podmioty wchodzące w skład tego sektora (głównie rządy państw) są obecnie aktywnymi uczestnikami MRF, przede wszystkim rynku instrumentów o stałym dochodzie i rynku instrumentów pochodnych.

Sektor gospodarstw domowych (*households*) (S.14) obejmuje osoby lub grupy osób będących konsumentami oraz przedsiębiorcami produkującymi rynkowe wyroby oraz usługi niefinansowe i finansowe (produccenci rynkowi), o ile produkcja wyrobów i usług nie odbywa się w ramach odrębnych podmiotów traktowanych jako przedsiębiorstwo. Zalicza się do niego także osoby lub grupy osób, które są producentami wyrobów i usług niefinansowych przeznaczonych wyłącznie na własne cele finalne. W ramach ESA 2010 sektor gospodarstw domowych skupia²⁴:

²⁴ Przepisanie gospodarstwa do określonego podsektora następuje na podstawie tego, która kategoria dochodów w gospodarstwie domowym jako całości posiada największą wartość.

- a) pracodawców i osoby pracujące na własny rachunek,
- b) osoby fizyczne pracujące najemnie,
- c) osoby fizyczne uzyskujące dochody z tytułu własności,
- d) emerytów i rencistów,
- e) osoby fizyczne uzyskujące dochody z innych niezarobkowych źródeł.

Gospodarstwa domowe nie występują na rynku finansowym jako bezpośredni emitenci papierów wartościowych (wyjątkiem mogą być zobowiązania wekslowe). Zaciągają one jednak różnorodne zobowiązania, głównie o charakterze długoterminowym (zwykle w formie kredytu hipotecznego) – dług ten może wówczas pełnić funkcję zabezpieczenia papierów wartościowych emitowanych na ich podstawie przez instytucje finansowe (np. listy zastawne, papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (*asset-backed securities*)). Niewątpliwie znacznie większą rolę gospodarstwa domowe odgrywają jako inwestorzy na rynku finansowym, choć jak to zostało już wspomniane wcześniej – na skutek efektu *home bias* – lokują one zaoszczędzone środki przede wszystkim w instrumenty finansowe na rynku krajowym. Generalnie jednak aktywność gospodarstw domowych na rynku finansowym w minionych dziesięcioleciach zwiększała się. Zmianie uległa także struktura dokonywanych przez te podmioty inwestycji – w coraz mniejszym stopniu są to inwestycje o charakterze bezpośrednim, natomiast coraz chętniej gospodarstwa domowe korzystają w tym zakresie z usług pośredników finansowych (funduszy inwestycyjnych, emerytalnych i ubezpieczeniowych).

Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych (*non-profit institutions serving households*, NPISHs) (S.15) to podmioty posiadające osobowość prawną, działające na rzecz gospodarstw domowych i będące prywatnymi producentami nierynkowymi. Czerpią one przychody głównie z dobrowolnych wpłat pieniężnych lub wkładów w naturze od gospodarstw domowych jako konsumentów, z płatności dokonywanych przez sektor instytucji rządowych i samorządowych oraz z dochodów z tytułu własności. W praktyce do tego grona zalicza się:

- związki zawodowe, towarzystwa i stowarzyszenia zawodowe i naukowe, stowarzyszenia konsumentów, partie polityczne, kościoły lub stowarzyszenia religijne (łącznie z finansowanymi, ale niekontrolowanymi przez sektor instytucji rządowych i samorządowych) oraz kluby społeczne, kulturalne, rekreacyjne i sportowe,

- instytucje dobroczynne, organizacje humanitarne i niosące pomoc, finansowane z dobrowolnych transferów pieniężnych lub w naturze od innych jednostek instytucjonalnych.

Znaczenie wymienionych podmiotów na rynku finansowym jest znikome – zarówno jako emitentów (pozyskują niezbędny kapitał z reguły z dobrowolnych wpłat), jak też jako inwestorów (wolne środki lokują przede wszystkim na rynku depozytowym).

Pytania kontrolne

1. Proszę przedstawić klasyfikację sektora instytucji finansowych – uczestników międzynarodowego rynku finansowego (MRF) według metodologii ESA 2010.
2. Proszę scharakteryzować podsektor monetarnych instytucji finansowych.
3. Proszę scharakteryzować podsektor instytucji finansowych z wyjątkiem monetarnych instytucji finansowych oraz instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych.
4. Proszę scharakteryzować podsektor instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych.
5. Proszę scharakteryzować podmioty wchodzące w skład kategorii podmiotów niefinansowych.

ROZDZIAŁ 2

MONETARNE INSTYTUCJE FINANSOWE

2.1. Banki centralne

Do podstawowych funkcji banków centralnych we współczesnej gospodarce należą: emisja pieniądza, stabilizowanie inflacji oraz zapewnienie stabilności finansowej. W pierwszym przypadku bank centralny emituje pieniądź gotówkowy, czyli pieniądź znajdujący się w posiadaniu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Choć pieniądź ten stanowi stosunkowo niewielką część ogólnej podaży pieniądza (zasadniczą rolę odgrywają w tym przypadku banki komercyjne, które kreują kredytem pieniądź depozytowy, tj. środki płatnicze trzymane przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa na rachunkach bieżących w bankach), to jednak w praktyce banki centralne w zasadniczy sposób wpływają na ogólną wielkość podaży pieniądza. Dzieje się tak dlatego, że podmioty te wpływają na wysokość stopy procentowej (kształtują bowiem, poprzez operacje otwartego rynku, relację podaży i popytu na międzybankowym rynku pieniężnym, na którym banki komercyjne pożyczają sobie wzajemnie płynne rezerwy), a w rezultacie pośrednio kształtują podaż pieniądza depozytowego¹.

Dążenie przez banki centralne do stabilizowania inflacji jest środkiem mającym na celu zachowanie stabilności siły nabywczej pieniądza. Sposoby osiągnięcia tego celu zmieniały się na przestrzeni lat – było to wynikiem ewolucji teorii na temat zdolności gospodarki do samoregulacji. W latach 90. XX w. stosowaną wcześniej (od lat 70.) strategię kontroli tempa wzrostu podaży pieniądza zaczęto zastępować strategią celu inflacyjnego. W jej wyniku banki centralne zobowiązują się do stabilizowania w średnim terminie inflacji wokół pewnego, z góry określonego poziomu (zwykle dość niskiego – ok. 2–2,5%), co z kolei ma sprzyjać rozwojowi systemu finansowego, a w efekcie pozytywnie wpływać na rozwój gospodarczy. W praktyce oznacza to, że w sytuacji, gdy stopa inflacji trwale osiągnie wyższy lub niższy poziom (lub istnieje takie zagrożenie), bank centralny podejmuje odpowiednie działania w celu przywrócenia inflacji do pożądanego

¹ *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 13–21.

poziomu². W strategii tej bank centralny dobiera zestaw bieżących danych i sporządza na ich podstawie prognozy (w szczególności prognozę inflacji na podstawie strukturalnego modelu gospodarki), w oparciu o które podejmuje ewentualne decyzje o zmianie stóp procentowych³.

Zapewnienie stabilności finansowej przez bank centralny jest relatywnie nowym zadaniem nałożonym na banki centralne (dyskusja na ten temat w literaturze rozpoczęła się na początku minionej dekady). Aż do wybuchu kryzysu finansowego uważano, że zarówno względy teoretyczne (związane z ewolucją teorii ekonomicznych i postrzegania roli banku centralnego), jak i empiryczne (związane z obniżeniem średniego poziomu inflacji) powodują, że podmioty te w największym stopniu (i przy tym bezpośrednio) mogą przyczynić się do stabilności finansowej poprzez dbanie o długookresową stabilność cen⁴. Oznaczało to w praktyce, że polityka pieniężna banków centralnych miała charakter pasywny, zakładano bowiem, że powinna reagować na inflację cen aktywów i występowanie nierównowag w sektorze finansowym tylko wtedy, gdy zjawiska te wpływają na wynik prognozy inflacji⁵. Banki centralne nie powinny zatem ani określać żadnego docelowego poziomu aktywów, ani nie powinny przekłubać banki na rynku aktywów – mogą podjąć aktywne działanie polegające na dostarczeniu płynności jedynie po pęknięciu bańki spekulacyjnej (zalecenia te wobec banków centralnych określa się konsensusem z Jackson Hole).

Podejście to zmieniło się po kryzysie finansowym – od końca pierwszej dekady XXI w. postuluje się, aby banki centralne zajmowały aktywną postawę wobec zmian w sferze finansowej. Oznacza to akceptację elastycznej strategii celu inflacyjnego z wmontowaną stabilnością finansową jako celem polityki pieniężnej (znalazło to odzwierciedlenie m.in. w niektórych przepisach aktów prawnych odnoszących się do banków

² Reakcję banków centralnych na zmiany w sytuacji gospodarczej opisuje reguła Taylora, która stanowi, że w sytuacji wystąpienia odchyłań prognozowanej inflacji od celu inflacyjnego bank centralny dokonuje zmian stóp procentowych, aby stworzyć warunki, w których rzeczywisty poziom inflacji zrówna się z inflacją oczekiwaną. Zmiany stopy procentowej są także reakcją na lukę popytową, czyli odchylenie realnego PKB od jego potencjalnego poziomu.

³ *Polityka pieniężna*, s. 36–40, W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *Ewolucja nowoczesnych strategii polityki pieniężnej* [w:] *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Difin, Warszawa 2012, s. 27.

⁴ M. Kiedrowska, P. Marszałek, *Bank centralny i stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt”, nr 6/2003, s. 18.

⁵ Wynikało to m.in. z przekonania, że rynek finansowy jest efektywny i prawidłowo wycenia aktywa finansowe.

centralnych). Poza dążeniem do utrzymywania inflacji na określonym poziomie w długim terminie banki centralne powinny zatem – dbając o stabilność finansową – podejmować decyzje nastawione na krótszy horyzont i skupić się m.in. na stabilizacji stóp procentowych, kursu walutowego, produkcji i zatrudnienia. W celu zapewnienia stabilności finansowej powinno się także wprowadzać odpowiednie regulacje rynku finansowego (odnośnie do np. minimalnych wymogów kapitałowych i wypłacalności instytucji finansowych, nadzoru makroostrożnościowego), zaś zadaniem banków centralnych powinno być stałe monitorowanie zmian cen aktywów na rynkach finansowych już w momencie narastania bańki spekulacyjnej (ich celem nie powinna być jednak bezpośrednia reakcja na nieuzasadniony fundamentalnie wzrost cen aktywów)⁶.

Ten nowy konsensus w polityce monetarnej znalazł odzwierciedlenie, już po wybuchu kryzysu i pęknięciu wielu baniek spekulacyjnych (np. na rynku akcji czy surowców), w zasilaniu rynków w płynność, wspieraniu sektora bankowego oraz rządów wybranych państw. W sytuacji braku możliwości obniżenia stóp procentowych, które wcześniej zostały już zmniejszone niemal do zera, szczególne znaczenie dla międzynarodowego systemu finansowego miały niestandardowe działania władz monetarnych (m.in. FED-u, EBC, Banku Anglii i Banku Japonii) w postaci nadzwyczajnych programów wspierania płynności systemu bankowego, określanych często nazwą ilościowego luzowania polityki pieniężnej (*quantitative easing*, QE)⁷. Choć zasadniczym celem dokonywanych przede wszystkim przez banki centralne zakupów długoterminowych papierów rządowych znajdujących się w posiadaniu banków komercyjnych (bezpośrednie luzowanie ilościowe – *direct QE*)⁸ było zwiększenie płynności

⁶ W. Przybylska-Kapuścińska, *Krytyka celów i instrumentów kreowania polityki pieniężnej współczesnych banków centralnych*, [w:] *Współczesna bankowość centralna*, red. W. L. Jaworski, A. Szelałowska, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 38–41.

⁷ Charakterystyka tego typu działań podejmowanych przez Europejski Bank Centralny, System Rezerwy Federalnej i Bank Anglii na przełomie I i II dekady XXI w. znajduje się m.in. w: H. Żywiecka, *Quantitative easing jako reakcja banków centralnych na niedobór płynności sektora bankowego na przykładzie Systemu Rezerwy Federalnej*, H. Kołodziejczyk, *Działania Systemu Rezerwy Federalnej i Europejskiego Banku Centralnego w reakcji na kryzys finansowy*, A. Szunke, *Nadzwyczajne instrumenty oddziaływania polityki pieniężnej w warunkach kryzysu finansowego. Praktyka brytyjska* (wszystkie teksty znajdują się w: *Wyzwania...*). Porównanie okoliczności i motywów stosowania luzowania ilościowego przez trzy ww. instytucje oraz Bank Japonii zawiera: B. W. Fawley, C. J. Neely, *Four Stories of Quantitative Easing*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, vol. 95, no. 1 (January/February) 2013, s. 51–88.

⁸ Oprócz tej formy polityka luzowania ilościowego przybierała także formę bezpośredniego luzowania kredytowego (*direct credit easing* – nabywanie papierów

instytucji finansowych oraz ułatwienie i pobudzenie prowadzenia akcji kredytowej (a w konsekwencji zwiększenie popytu konsumpcyjnego w gospodarce), działania te pośrednio przyczyniły się także do wzrostu cen wielu różnorodnych klas aktywów na MRF⁹. Ponieważ mimo wzrostu płynnych rezerw w bankach popyt na kredyty znacząco nie wzrastał (wynikało to z faktu, iż kredytobiorcy, po załamaniu sytuacji na rynkach hipotecznych i spadku cen nieruchomości, nie mieli możliwości zaciągania nowych kredytów i musieli je spłacać z bieżących dochodów), nadmiar tych rezerw został przeznaczony na pożyczki dla inwestorów finansowych (np. funduszy inwestycyjnych, funduszy hedgingowych), którzy środki te lokowali m.in. na rynkach akcji wywołując wzrost ich cen. Ponadto zakupy obligacji skarbowych przez banki centralne spowodowały wzrost ich cen i spadek wysokości długoterminowych stóp procentowych. Wreszcie część środków została przeznaczona na zakup wyżej oprocentowanych zagranicznych papierów dłużnych, co skutkowało wzrostem podaży waluty danego państwa na globalnym rynku walutowym i jej deprecjacją. W praktyce rekordowo niskie stopy procentowe (niski koszt pieniądza) oraz możliwość uzyskania niskoprocentowanych kredytów wpłynęły w końcu ubiegłej i w pierwszych latach obecnej dekady na sytuację m.in. na rynku walutowym (deprecjacja amerykańskiego dolara m.in. wobec dolara kanadyjskiego, australijskiego i reala brazylijskiego (w pierwszych dwóch fazach QE, tj. od końca 2008 r. do połowy 2011 r.)), na rynku amerykańskich obligacji rządowych (spadek rentowności i wzrost cen, z korektami, do końca 2014 r.), na rynkach akcji (hossa zwłaszcza na rynkach rozwiniętych – w Stanach Zjednoczonych, Europie Zachodniej i Japonii – do połowy 2015 r.) oraz na rynku towarowym (w wielu przypadkach ceny towarów znalazły się w pierwszej połowie 2011 r. na historycznie rekordowych poziomach)¹⁰.

komercyjnych, obligacji przedsiębiorstw i papierów wartościowych zabezpieczonych wierzytelnościami (ABS) emitowanych przez podmioty prywatne) oraz pośredniego luzowania ilościowego (*indirect quantitative easing* – udzielanie pożyczek bankom komercyjnym na dłuższe okresy pod zastaw różnego rodzaju zabezpieczeń, w tym aktywów, których rynki są czasowo nie płynne).

⁹ Przy okazji wspomnieć należy także o działaniach banków centralnych, które krótkookresowo bezpośrednio wpłynęły na koniunkturę na rynkach akcji – np. obniżki stóp procentowych przez FED w sierpniu 2007 r. (o 50 pkt. bazowych) i w styczniu 2008 r. (o 75 i 50 pkt. bazowych), które nastąpiły po gwałtownych spadkach cen akcji na nowojorskiej giełdzie.

¹⁰ Więcej informacji na temat długookresowego wpływu polityki luzowania ilościowego (głównie w USA) na sytuację w wybranych segmentach MRF można znaleźć m.in. w: R. Asyngier, A. Korzeniowska, *Wpływ polityki pieniężnej Stanów Zjednoczonych na*

W sytuacjach kryzysowych kluczową rolę odgrywają płynne aktywa zagraniczne znajdujące się w posiadaniu banków centralnych. Mogą one służyć zasileniu krajowych banków komercyjnych i rządów w waluty (tak stało się np. jesienią 2008 r., kiedy to gwałtownie zmniejszyła się płynność na rynku pożyczek międzybankowych i banki centralne udzielały kredytów walutowych tym bankom, które utraciły możliwość odnawiania pożyczek zaciągniętych w bankach innych krajów), pozwalają na przeprowadzanie interwencji walutowych oraz mogą być wykorzystane zwłaszcza do spłaty długu zagranicznego. Środki te będące w dyspozycji banków centralnych określa się jako ich aktywa rezerwowe (*reserve assets*)¹¹. Są to akceptowane w obrocie międzynarodowym płynne aktywa o charakterze pieniężnym lub zbliżonym do pieniężnego – są nimi środki utrzymywane bezpośrednio na rachunkach w zagranicznych bankach lub mają postać papierów skarbowych łatwych do szybkiego spieniężenia, nominowanych w walutach rezerwowych (głównie w dolarach amerykańskich, euro, jenach i funtach szterlingach). Znaczący wzrost wartości aktywów rezerwowych banków centralnych w wielu krajach (o czym będzie mowa w dalszej części niniejszego podpunktu), dynamiczny rozwój rynków finansowych (zwłaszcza pojawienie się relatywnie dużych i płynnych rynków obligacji skarbowych w coraz większej liczbie państw) oraz pojawienie się (lub rozwój) nowych instrumentów finansowych, które stały się przedmiotem zainteresowania niektórych banków centralnych (np. fundusze ETF i fundusze nieruchomości, których udziały są notowane na giełdzie w Tokio (J-REITs) – w przypadku Banku Japonii) w dwóch ostatnich dekadach sprawiły, iż banki centralne zaczęły w coraz większym stopniu dywersyfikować swoje portfele aktywów rezerwowych (w celu osiągnięcia korzystniejszej relacji stopy zwrotu do ryzyka), a tym samym stały się aktywnymi inwestorami na MRF¹².

Generalnie, w przypadku większości banków centralnych początek procesu zmian w zarządzaniu rezerwami walutowymi datuje się na

notowania instrumentów na rynkach finansowych (w:) Wyzwania..., oraz H. Kołodziejczyk, *Wpływ instrumentu quantitative easing Rezerwy Federalnej na wybrane kursy walutowe*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 4/2014, Poznań 2014, s. 247–263. Z kolei krótkookresowy wpływ operacji luzowania ilościowego na kształtowanie się cen na rynku amerykańskich obligacji skarbowych o średnim i długim okresie zapadalności przeanalizowała Malinowska (A. Malinowska, *Efektywność operacji ilościowego luzowania w Stanach Zjednoczonych*, „Finanse”, vol. 7, no. 1, s. 53–68).

¹¹ Definicja aktywów rezerwowych i ich składniki według Międzynarodowego Funduszu Walutowego zostaną zaprezentowane w dalszej części niniejszego podrozdziału.

¹² K. Rybiński, *Zarządzanie rezerwami walutowymi*, (w:) *Polityka pieniężna*, s. 229–230.

przełom minionego i obecnego stulecia. O ile wcześniej fundamentalną rolę w tym zarządzaniu odgrywała kwestia płynności posiadanych rezerw, o tyle od początku XXI w. coraz większy nacisk przy konstrukcji portfela aktywów rezerwowych zaczęto kłaść na stopę zwrotu. W rezultacie stopniowo zmniejszono udział w rezerwach instrumentów skarbowych, natomiast beneficjentami dywersyfikacji stały się papiery wartościowe emitowane przez agencje rządowe i depozyty bankowe (było to dowodem na rosnącą akceptację ryzyka kredytowego); niektóre banki centralne zainwestowały także w akcje. Jeśli chodzi o pierwszy z ww. instrumentów finansowych, to od marca 2000 r. do czerwca 2008 r. wartość papierów dłużnych amerykańskich agencji rządowych (głównie Fannie Mae i Freddie Mac) w portfelach banków centralnych wzrosła aż dziesięciokrotnie (do 966 mld USD), podczas gdy w tym samym okresie całkowite rezerwy zwiększyły się jedynie czterokrotnie. Od połowy 2008 r. banki centralne rozpoczęły jednak proces dezinvestycji obawiając się o jakość kredytową tych papierów wartościowych, w efekcie czego do marca 2009 r. wartość tego rodzaju lokat zmniejszyła się o 93 mld USD. Z kolei w przypadku depozytów banków komercyjnych udział ten zwiększył się do ok. 20 proc. na początku drugiej połowy minionej dekady (ok. 600 mld USD w połowie 2007 r.), ale w czasie apogeum kryzysu finansowego (tj. od lipca 2007 r. do marca 2009 r.) wskutek wycofywania środków finansowych z banków gwałtownie spadł (o 12 pkt. proc., czyli ponad 350 mld USD) do ok. 8%. Niezabezpieczone depozyty były częściowo zastępowane zabezpieczonymi lokatami (poprzez transakcje reverse repo). Zjawisko to było widoczne tylko od grudnia 2007 r. do września 2008 r., jednak po upadku banku Lehman Brothers (zwłaszcza od końca września do końca grudnia 2008 r.) wystąpiła tendencja odwrotna – wartość net repos zmniejszyła się wówczas o 124 mld USD, a w całym okresie kryzysu o ponad 40 mld USD¹³.

Choć jak wykazano powyżej udział papierów wartościowych emitowanych przez agencje rządowe i depozytów bankowych w rezerwach walutowych banków centralnych ulegał w ostatnich kilkunastu latach istotnym, często dość gwałtownym zmianom (zwłaszcza w czasie kryzysu w latach 2007–2009), instrumenty te (a także inne – takie jak obligacje korporacyjne, czy akcje) posiadają wciąż relatywnie niewielkie znaczenie w strukturze rezerw walutowych, w której nadal dominują skarbowe

¹³ J. Pihlman, H. van der Hoorn, *Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis*, "IMF Working Paper", WP/10/150, June 2010, s. 5, 12–13, 15–17.

papiery wartościowe (głównie obligacje skarbowe). Szacuje się, że około 80 proc. rezerw walutowych jest zgromadzona w tego rodzaju instrumentach finansowych¹⁴. Z punktu widzenia globalnego rynku długu rządowego, banki centralne w niektórych państwach są głównymi nabywcami instrumentów skarbowych – według obliczeń Arslanalpa i Tsudy krajowy bank centralny i zagraniczny sektor oficjalny (*foreign official sector*)¹⁵ miały ok. 30% udział (lub wyższy) w rynku papierów skarbowych m.in. we Francji, Niemczech, Holandii, Portugalii, Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych, Australii (w krajach rozwiniętych – dane na koniec 2011 r.) oraz na Łotwie, Ukrainie, w Rumunii, Bułgarii, Egipcie, Indonezji, Urugwaju, Argentynie i Brazylii (wśród państw rozwijających się – dane na koniec 2012 r.); na ogół w krajach rozwiniętych i europejskich krajach rozwijających się relatywnie większe udziały znajdowały się w posiadaniu zagranicznych banków centralnych, natomiast w państwach rozwijających się spoza Europy (głównie południowoamerykańskich) – krajowych banków centralnych¹⁶.

Według definicji MFW aktywa rezerwowe to ta część aktywów zagranicznych, która jest łatwo dostępna i kontrolowana przez władze monetarne dla potrzeb sfinansowania bilansu płatniczego, do dokonywania interwencji na rynku walutowym w celu wpływania na kurs walutowy oraz do innych, powiązanych z powyższymi, celów (w tym np. do utrzymania zaufania do waluty i gospodarki, lub jako podstawa do zaciągania długu zagranicznego). Muszą być denominowane w walucie obcej i muszą to być aktywa, które rzeczywiście istnieją (potencjalne aktywa są z nich wyłączone)¹⁷.

W skład aktywów rezerwowych wchodzi następujące kategorie aktywów:

- złoto monetarne – złoto do którego władze monetarne (lub inne podmioty podlegające skutecznej kontroli tych władz) posiadają tytuł i jest utrzymywane jako aktywa rezerwowe. Obejmuje ono złoto bulionowe (*gold bullion*) w postaci monet, sztabek i sztab o czystości co

¹⁴ S. Arslanalp, T. Tsuda, *Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt*, "IMF Working Paper", WP/12/284, IMF 2012, s. 15.

¹⁵ Kategoria ta obejmuje zagraniczne banki centralne i innych oficjalnych zagranicznych kredytodawców.

¹⁶ S. Arslanalp, T. Tsuda, *op. cit.*, s. 12 i S. Arslanalp, T. Tsuda, *Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt*, "IMF Working Paper", WP/14/39, IMF 2014, s. 8.

¹⁷ *Balance of Payments and International Investment Position Manual – Sixth Edition (BMP6)*, International Monetary Fund, Washington 2009, s. 111.

najmniej 0,995 i złota bulionowe przechowywane na wydzielonych rachunkach złota (bez fizycznej alokacji), niezależnie od lokalizacji rachunku oraz niealokowane rachunki złota (*unallocated gold accounts*) nierezydentów, które dają tytuł do żądania dostarczenia złota;

- specjalne prawa ciągnięcia (Special Drawing Rights – SDR) – aktywa rezerwowe stworzone przez MFW w 1969 r. będące ekwiwalentem płynnych sald w walutach wymiennalnych w niemal każdym zakresie. Są przydzielane w proporcji do tzw. kwot poszczególnych państw, które z kolei są wyznaczane na podstawie pozycji danej gospodarki w gospodarce światowej;
- pozycja rezerwowa w MFW (*reserve position in the IMF*) – jest równa sumie „transzy rezerwowej”, czyli wartości kwoty kraju członkowskiego w MFW pomniejszonej o zasoby waluty kraju w dyspozycji MFW (suma SDR i walut obcych, które dany kraj może pozyskać od MFW w krótkim terminie i bez spełniania jakichkolwiek warunków) oraz wartości pożyczek MFW, które kraj udzielił MFW w oparciu o umowę kredytową (w tym General Arrangements to Borrow (GAB) i New Arrangements to Borrow (NAB));
- pozostałe aktywa rezerwowe – obejmują one: walutę i depozyty, należności od władz monetarnych, należności od innych podmiotów, papiery wartościowe (dłużne krótko- i długoterminowe, akcje, udziały w funduszach inwestycyjnych), finansowe instrumenty pochodne i inne należności¹⁸.

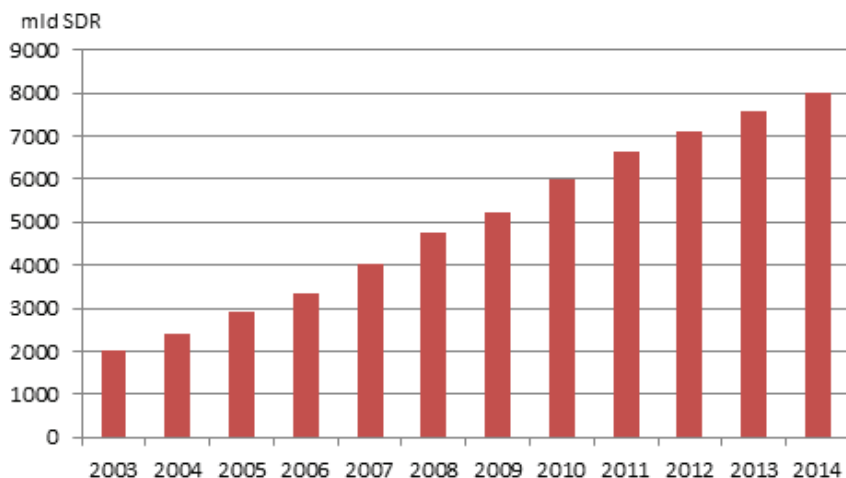
Informacje dotyczące wartości i struktury aktywów rezerwowych na świecie publikowane są corocznie przez MFW. Obejmują one dane nt. całkowitej wartości tych aktywów oraz wartości głównych ich kategorii: aktywów związanych z MFW (pozycja rezerwowa w MFW i SDR), rezerw walutowych (*foreign exchange reserves*) i złota (wartości rezerw podawane są w SDR). Ponadto ujawniane są wartości ww. składników aktywów rezerwowych w posiadaniu banków centralnych w podziale na gospodarki rozwinięte (*advanced economies*) i rozwijające się/wschozące (*emerging market and developing economies*) oraz publikowana jest struktura walutowa rezerw walutowych¹⁹.

¹⁸ Ibidem, s. 112–115.

¹⁹ Dane nt. wartości należności w poszczególnych walutach składających się na oficjalne rezerwy walutowe są dostępne w bazie COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) prowadzonej przez MFW.

Największą część aktywów rezerwowych stanowią rezerwy walutowe – w końcu 2014 r. wynosiły one 8,00 bln SDR, co stanowiło 88,4% całkowitych aktywów rezerwowych (włączając złoto) i 96,7% aktywów rezerwowych (bez uwzględniania złota)²⁰. W latach 2003–2014 odnotowywano ich dynamiczny wzrost – zwiększyły się one o 293% (rys. 2.1). Znacznie większą dynamiką wzrostu wartości rezerw walutowych charakteryzowały się w tym okresie kraje rozwijające się/wschodzące (517,0%) niż kraje rozwinięte (127,4%). W rezultacie nastąpiła istotna zmiana struktury tychże rezerw biorąc pod uwagę poziom rozwoju gospodarczego krajów – udział drugiej z ww. grup państw zmniejszył się z 57,5% do 33,3%, zaś pierwszej zwiększył się z 42,5% do 66,7%.

Rysunek 2.1. Wartość rezerw walutowych na świecie w latach 2003–2014



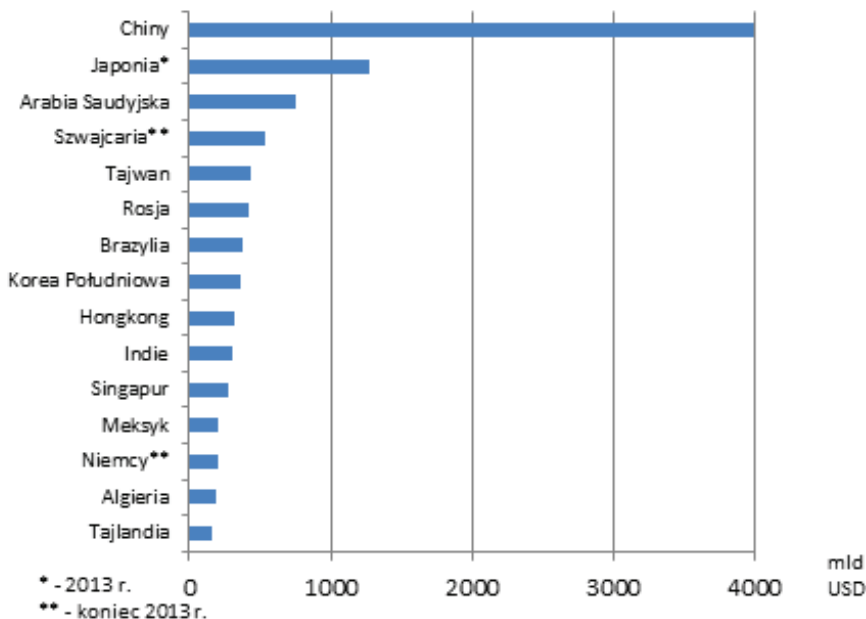
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Głównymi powodami wzrostu wartości rezerw w państwach rozwijających się była realizowana przez nie polityka makroekonomiczna oraz procesy globalizacyjne. Wzrost rezerw walutowych w tych państwach częściowo odzwierciedla wyższe tempo wzrostu gospodarczego i zbiega się z dużymi nadwyżkami na rachunku bieżącym i (w niektórych krajach) na rachunku kapitałowym. Akumulacja rezerw praktycznie nie występuje (lub

²⁰ Według danych dostępnych w bazie COFER całkowite rezerwy walutowe w końcu IV kwartału 2014 r. wyniosły 11,59 bln USD, w tym 6,08 bln USD przypadło na rezerwy alokowane do określonych walut, a 5,51 bln USD na niealokowane rezerwy.

występuje w ograniczonym zakresie) w krajach rozwiniętych, co jest konsekwencją stosowania płynnych kursów walutowych, mniejszej ekspozycji na kryzysy walutowe oraz łatwiejszego dostępu do międzynarodowych rynków finansowych; dodatkowym czynnikiem jest polityka niedostarczania dewiz przez bank centralny dla finansowania płatności sektora prywatnego (np. w Kanadzie). Wyjątkami od tej reguły są niektóre kraje eksportujące ropę naftową (np. Norwegia) oraz Japonia²¹. W efekcie wśród 15 krajów dysponujących największymi rezerwami walutowymi (wraz ze złotem) znajdują się jedynie trzy państwa rozwinięte (Japonia, Szwajcaria i Niemcy) oraz 12 krajów rozwijających się. Zdecydowanym liderem są Chiny, których rezerwy w końcu 2014 r. wynosiły 3,98 bln USD (rys. 2.2).

Rysunek 2.2. Państwa posiadające największe rezerwy walutowe i rezerwy złota (stan na koniec 2014 r.)



Źródło: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2188rank.html>, dostęp: 20.10.2015 r.

W odróżnieniu od struktury rezerw walutowych przyjmując za kryterium klasyfikacji stopień rozwoju gospodarczego państw, struktura

²¹ J. Bogołębska, *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 298–299.

globalnych rezerw wyznaczona w oparciu o walutę, w jakiej są one denominowane²², nie uległa w minionych 11 latach zasadniczym zmianom (rys. 2.3). Według danych MFW dominującymi składnikami rezerw walutowych banków centralnych są wciąż lokaty i papiery skarbowe denominowane w dolarach amerykańskich (62,9% w końcu 2014 r.), choć w analizowanym okresie udział tego rodzaju instrumentów nieznacznie obniżył się (w latach 2004–2006 wahał się w granicach 65–66,5%)²³. Drugą pozycję w tym zestawieniu zajmują instrumenty denominowane w euro (22,2%), chociaż i tym przypadku w ostatnich latach można było zaobserwować spadek znaczenia europejskiej waluty (w latach 2007–2010 udział euro przekraczał 26%). Spadek znaczenia dwóch głównych walut rezerwowych był konsekwencją kryzysu finansowego i kryzysu zadłużeniowego – zjawiska te sprawiły, iż coraz większą wagę zaczęto przykładać do dywersyfikacji walutowej posiadanych rezerw. W rezultacie udział w rezerwach pozostałych walut zwiększył się z 10,0% w 2007 r. do 15,0% w 2014 r. (w ujęciu nominalnym był to wzrost o 140% – z 260 do 626 mld SDR). W tym gronie największą rolę odgrywają jen (4,0% rezerw) i funt szterling (3,8%); aktywa denominowane we wszystkich czterech ww. walutach i złoto określa się także jako tradycyjne aktywa rezerwowe, których udział w całkowitych aktywach rezerwowych przekraczał w ostatnich 10 latach 1% i które są ich głównymi składnikami od wielu lat. Wśród pozostałych walut (aktywa w nich denominowane mają poniżej 1% udziału w aktywach rezerwowych ogółem – określa się je jako alternatywne aktywa rezerwowe)²⁴ największym zainteresowaniem banków centralnych – w szczególności z rynków wschodzących – cieszą się instrumenty denominowane w franku szwajcarskim (0,3%), dolarze kanadyjskim i australijskim, chińskim renminbi i koronie duńskiej²⁵.

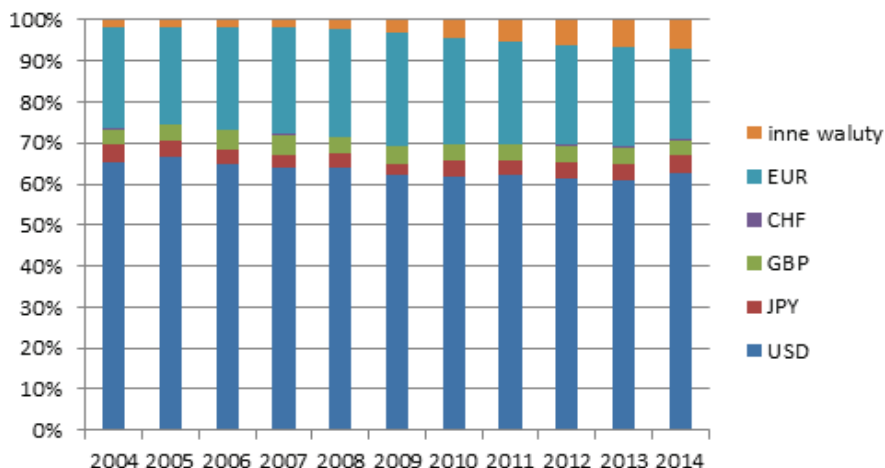
²² Dane odnośnie do struktury walutowej dotyczą tej części rezerw walutowych, w przypadku których możliwa była identyfikacja walut, w jakich są one denominowane (3,8 bln SDR, czyli 52,5% ogólnej wartości rezerw walutowych), natomiast w przypadku pozostałej części rezerw (47,5%) informacja o strukturze walutowej nie jest przekazywana do MFW.

²³ Warto zwrócić uwagę, iż w dłuższej perspektywie pozycja dolara jest w miarę stabilna i utrzymuje się w granicach 60–70% już od początku lat 80. XX w. Ponad 70 proc. udział w rezerwach walutowych amerykańska waluta posiadała ostatnio w latach 70. Por. A. Horii, *The evolution of reserve currency diversification*, „BIS Economic Papers”, no. 18 – December 1986, Bank for International Settlements, s. 6–19.

²⁴ *Central bank diversification strategies: Rebalancing from the dollar and euro*, World Gold Council, February 2013, s. 3.

²⁵ Wzrost znaczenia kanadyjskiego i australijskiego dolara w rezerwach walutowych banków centralnych skłonił MFW w 2013 r. do uwzględnienia tych walut w swoich

Rysunek 2.3. Struktura walutowa rezerw walutowych (zidentyfikowanych pod względem rodzaju waluty) banków centralnych w latach 2004–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Banki centralne występują na MRF również w roli emitentów papierów wartościowych. Jest to konsekwencją faktu, iż podmioty te stoją obecnie często przed poważnymi wyzwaniami w zakresie realizacji polityki monetarnej w sytuacji nadwyżki płynnościowej w krajowych sektorach bankowych. Nadwyżka ta może negatywnie wpływać zarówno na zdolność banku centralnego do kontroli celu operacyjnego, jak też na jego rentowność, co potencjalnie może wpływać na niezależność jego funkcjonowania. Emisja dłużnych papierów wartościowych, jako jedna z form operacji otwartego rynku, jest jednym z możliwych sposobów na osiągnięcie celu, jakim jest zmniejszenie rezerw znajdujących się w posiadaniu kontrpartnerów (głównie banków)²⁶. Instrumenty te mogą przybierać różnorodne

regularnie publikowanych raportach. Zgodnie z szacunkami Ludowego Banku Chin (People`s Bank of China – PBoC) w końcu kwietnia 2015 r. wartość aktywów denominowanych w chińskiej walucie wynosiła 666,7 mld renminbi (107,4 mld USD). Według informacji szefowej MFW Christine Lagarde z listopada 2015 r. MFW włączy 1 października 2016 r. renminbi do elitarnego koszyka walut składających się na SDR-y. Według szacunków Axa Investment Managers decyzja ta spowoduje napływ ok. 600 mld USD do chińskiej waluty w ciągu najbliższych 5 lat, w tym ok. 360 mld USD będzie pochodziło z banków centralnych, państwowych funduszy majątkowych i instytucji zarządzających aktywami rezerwowymi.

²⁶ Inne metody wykorzystywane do osiągnięcia tego celu to przyjmowanie depozytów od kontrpartnerów (banków), korzystanie z transakcji odkupu za inne aktywa banku centralnego lub dostosowywanie rezerw obowiązkowych banków komercyjnych.

formy prawne, mogą być emitowane przy wykorzystaniu różnych metod aukcyjnych (np. z tą samą lub różnymi cenami ofertowymi), różnić się dostępnością (ograniczenie możliwości nabycia tylko dla głównych dealerów (*primary dealers*) lub brak takiego ograniczenia), terminami zapadalności (od overnight do wieloletnich), walutą denominacji (waluta krajowa lub obca) oraz sposobem oprocentowania (stałe lub zmienne)²⁷. Zależy to przede wszystkim od specyfiki poszczególnych państw oraz od celów, jakie stawiają przed sobą banki centralne. W stosunku do innych metod ograniczania nadwyżek płynności emisje papierów wartościowych mają trzy istotne zalety: nie są, co do zasady, ograniczone co do wielkości, emitowane instrumenty są zbywalne oraz zapewniają równomierną dystrybucję płynności w całym systemie. Mają jednak też wadę – ich emisja wymaga ścisłej koordynacji z działaniami innych emitentów pochodzących z sektora publicznego (dotyczy to w szczególności rządów państw emitujących własne papiery dłużne (skarbowe)), tak aby emisje tych instrumentów nie były postrzegane jako konkurencyjne, gdyż wpływałyby to negatywnie na ich płynność²⁸.

Według danych pochodzących z ostatniego badania przeprowadzonego w 2013 r. przez Departament Walutowy i Rynków Kapitałowych (Monetary and Capital Markets Department) Międzynarodowego Funduszu Walutowego²⁹ emisję papierów wartościowych w celu dokonywania operacji otwartego rynku deklaruje 34 proc. banków centralnych (42 podmioty). Odsetek ten był dość stabilny w ostatniej dekadzie – trzy lata wcześniej emisje papierów wartościowych zadeklarowało 38%, w 2008 r. 33%, a w 2004 r. 34% ankietowanych banków centralnych. Najczęściej emisje takie były dokonywane przez banki centralne z państw pochodzących z regionu Azji i Pacyfiku (44% banków centralnych) oraz z obu Ameryk (40%). Wynikało to przede wszystkim z faktu, iż kraje rozwijające się z tych dwóch regionów odnotowały w minionych dwóch dekadach ogromny napływ prywatnego kapitału, stąd też zakupy walut dokonywane przez banki centralne spowodowały konieczność sterylizacji powstałych nadwyżek dewizowych; istotną rolę odegrało w tym przypadku także bardziej rynkowe nastawienie tych banków centralnych. Z kolei

²⁷ Wybrane aspekty związane z emisją papierów wartościowych przez banki centralne – dotyczące ich zapadalności oraz sposobu oprocentowania – zostaną bliżej omówione w dalszej części niniejszego punktu.

²⁸ G. Rule, *Issuing central bank securities*, Center for Central Banking Studies, Handbook – No. 30, Bank of England 2011, s. 1.

²⁹ Badania takie są przeprowadzane co 2–3 lata. Badanie z 2013 r. objęło 125 państw.

najmniejszy odsetek banków centralnych emitujących papiery wartościowe zanotowano na Bliskim Wschodzie i w Centralnej Azji (25%) oraz w Europie (26%). Biorąc pod uwagę zamożność państw, emisje papierów wartościowych przez banki centralne występują znacznie rzadziej wśród krajów o niskich dochodach (17%) – wyjaśnić to można obawami dotyczącymi kosztów emisji, nieodpowiednią infrastrukturą rynkową oraz zakłóceniami rynkowymi. W państwach o średnich lub wysokich dochodach odsetek banków centralnych dokonujących takich emisji jest dwukrotnie wyższy (odpowiednio 35–38% i 35%). Wpływ na to, czy dane państwo emituje papiery wartościowe, może mieć także rodzaj stosowanej polityki pieniężnej – zdecydowanie najczęściej na emisję decydują się podmioty, które realizują politykę celu inflacyjnego (*inflation targeting*) (48% ankietowanych banków centralnych)³⁰.

Banki centralne emitują zazwyczaj papiery wartościowe o relatywnie krótkich terminach zapadalności. Według badania opartego na danych z 24 państw, w końcu lipca 2014 r. rezydualny termin zapadalności (*residual maturity*)³¹ wyniósł średnio około jednego miesiąca, przy czym wahał się od czterech dni w Azerbejdżanie do 5 lat w Chile³². W sytuacji, gdy nie występuje trwała, strukturalna nadpłynność, banki centralne mogą preferować emitowanie instrumentów o krótkich terminach zapadalności, gdyż daje im to większą elastyczność w drenażu płynności. Ponadto, gdy krzywa dochodowości (*yield curve*)³³ jest stromo nachylona istnieje większe prawdopodobieństwo, że banki centralne będą wykorzystywać instrumenty o krótszych terminach zapadalności. Natomiast emisje papierów wartościowych o stosunkowo długich terminach zapadalności będą miały miejsce w sytuacji występowania relatywnie płaskiej krzywej dochodowości (wzrost kosztów długoterminowej sterylizacji nie jest

³⁰ S. Gray, R. Pongsaparn, *Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines*, "IMF Working Paper", WP/15/106, IMF 2015, s. 6–8.

³¹ Rezydualny termin zapadalności to okres pomiędzy danym dniem a dniem zapadalności instrumentu finansowego; inaczej – okres pozostały do terminu zapadalności.

³² W Chile bank centralny emituje indeksowane papiery wartościowe nawet z 20-letnim terminem zapadalności.

³³ Krzywa dochodowości (czasowa struktura stóp procentowych) przedstawia w formie graficznej zależność pomiędzy stopą oprocentowania instrumentu finansowego w określonej walucie, a terminem jego zapadalności. Więcej informacji na temat jej roli w polityce pieniężnej banku centralnego można znaleźć m.in. w: E. Dziwok, *Znaczenie krzywej dochodowości w polityce pieniężnej banku centralnego*, „Innowacje w bankowości i finansach”, t. 1, „Studia Ekonomiczne”, nr 173, UE w Katowicach, Katowice 2013, s. 68–80.

wówczas znaczący), a także wtedy, gdy ma miejsce strukturalna (trwała) nadpłynność (zmniejsza to koszty operacyjne wynikające z konieczności częstego rolowania tych papierów, zwłaszcza w cyklu rosnących stóp procentowych)³⁴.

Papiery wartościowe banków centralnych są na ogół emitowane w standardowej postaci – jako instrumenty o stałym oprocentowaniu – lub są sprzedawane z dyskontem. Tylko kilka banków centralnych emituje papiery indeksowane (np. w Chile – indeksowane wskaźnikiem inflacji) i o zmiennym oprocentowaniu (np. w Tajlandii – powiązane z Bangkok Interbank Offered Rate); są to z reguły instrumenty o dłuższych terminach zapadalności. Niektóre podmioty emitują również obligacje oszczędnościowe (*savings bonds*) dla inwestorów detalicznych (np. banki centralne Tajlandii i Malezji) – zarówno dla zróżnicowania oferty papierów dłużnych dla tej grupy klientów, jak też w celu absorpcji płynności. Emisje takie są jednak rzadko przeprowadzane, gdyż charakteryzują się niewielką płynnością (zwykle nie są w ogóle przedmiotem obrotu), są niewielkie (nie mogą być zatem traktowane jako podstawowy instrument zmniejszania nadwyżek płynności) i generują relatywnie wysokie koszty administracyjne³⁵.

2.2. Banki

Grupa instytucji finansowych przyjmujących depozyty (z wyjątkiem banku centralnego) jest bardzo obszerna i zróżnicowana. Choć, jak zostało to już zaznaczone w poprzednim rozdziale, kategorii tej – zgodnie z ESA 2010 – nie można utożsamiać wyłącznie z bankami, bowiem z jednej strony obejmuje ona również inne instytucje finansowe nienazywane się bankami (np. kasy oszczędnościowo-pożyczkowe), a z drugiej nie wszystkie podmioty określające się jako banki w praktyce przyjmują depozyty, w dalszej części niniejszego podrozdziału uwaga skupiona zostanie właśnie na nich, gdyż niewątpliwie odgrywają one najważniejszą rolę w tej grupie instytucji finansowych.

Analizując obecność i rolę banków we współczesnym MRF należy przede wszystkim podkreślić, iż w odróżnieniu od pozostałych scharakteryzowanych w tym rozdziale instytucji finansowych, nie przejawia się ona wyłącznie w pełnieniu funkcji inwestora i/lub emitenta na rynku

³⁴ S. Gray, R. Pongsaparn, *op. cit.*, s. 12–14.

³⁵ *Ibidem*, s. 18.

finansowym, ale obejmuje także szereg działań (usług) o charakterze organizacyjnym i doradczym powiązanych w szczególności z rynkiem kapitałowym, rynkiem instrumentów pochodnych i rynkiem walutowym. Adresowane są one zwłaszcza do przedsiębiorstw, zarówno niefinansowych, jak i finansowych, które w różnych celach wykorzystują instrumenty rynku finansowego; w mniejszym zakresie dotyczą też innych podmiotów, takich jak jednostki samorządu terytorialnego, czy też osoby fizyczne. Usługi te są zwłaszcza domeną banków inwestycyjnych (choć niektóre są świadczone również przez inne rodzaje instytucji bankowych), czyli instytucji pośrednictwa finansowego funkcjonujących w głównej mierze w obszarze rynku kapitałowego, których model biznesowy zakłada w znacznie większym stopniu niż w przypadku banków depozytowo-kredytowych finansowanie poprzez emisję papierów wartościowych oraz kapitał własny (w USA przez wiele dziesięcioleci podmioty te nie mogły m.in. przyjmować depozytów i w ten sposób finansować swojej działalności); czasami właśnie na podstawie struktury bilansu przypisuje się dany bank do jednej z dwóch ww. kategorii. W praktyce jednak banki inwestycyjne są częściej definiowane poprzez zakres świadczonych na rzecz klientów usług powiązanych z rynkiem kapitałowym i/ lub rynkiem instrumentów pochodnych, choć jednocześnie należy zaznaczyć, iż niektóre usługi tego rodzaju są świadczone także przez inne podmioty powiązane lub nie z bankami (np. firmy asset management, domy maklerskie, spółki doradcze i konsultingowe, czy niektóre departamenty banków uniwersalnych³⁶)³⁷.

³⁶ Możliwość świadczenia usług bankowości inwestycyjnej przez banki komercyjne wynika z obowiązujących w danym państwie regulacji prawnych. Przykładowo w Stanach Zjednoczonych od 1933 r. (tj. od przyjęcia ustawy Glass-Steagal Act (Banking Act) po Wielkim Kryzysie) aż do 1999 r. (tj. do przyjęcia ustawy Gramm-Leach-Bliley Act (Financial Services Modernization Act)) banki komercyjne zasadniczo nie mogły świadczyć usług z zakresu bankowości inwestycyjnej. Druga z ww. ustaw zniósła m.in. zakaz tworzenia powiązań kapitałowych między bankami depozytowo-kredytowymi a bankami inwestycyjnymi umożliwiając tworzenie holdingów finansowych (Financial Services Holding Company) składających się zarówno z dwóch ww. typów banków, jak i firm ubezpieczeniowych. Po ostatnim kryzysie finansowym w wyniku uchwalenia w 2010 r. ustawy Dodd-Frank Act (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) (w 2014 r. ostatecznie włączono do niej pakiet regulacji znany jako Volcker Rule) wprowadzono jednak regulacje, które ponownie częściowo odseparowały bankowość inwestycyjną od depozytowo-kredytowej.

³⁷ P. Niedziółka, *Geneza i istota bankowości inwestycyjnej [w:] Bankowość inwestycyjna. Inwestorzy banki i firmy inwestycyjne na rynku finansowym*, red. P. Niedziółka, Difin, Warszawa 2015, s. 25–28.

Bankowość inwestycyjna obejmuje bardzo szeroki katalog usług świadczonych przede wszystkim na rzecz klientów instytucjonalnych. Ze względu na specyfikę rynków, których głównie dotyczy (ryнку kapitałowego i instrumentów pochodnych, w mniejszym stopniu rynku pieniężnego), usługi te, co do zasady, charakteryzują się wyższym poziomem ryzyka, większą elastycznością, większą innowacyjnością oraz większym stopniem zróżnicowania (a tym samym trudniej dokonać ich systematyzacji) niż w przypadku bankowości depozytowo-kredytowej³⁸. Biorąc powyższe zastrzeżenia pod uwagę w ramach bankowości inwestycyjnej wyróżnić można następujące rodzaje usług:

- usługi brokerskie, w tym brokerkę dyskontową polegającą na przyjmowaniu od klienta dyspozycji nabycia lub sprzedaży określonych instrumentów finansowych i przekazywaniu ich na giełdę papierów wartościowych lub inną platformę obrotu (np. MTF) oraz pełną usługę brokerską obejmującą poza brokerką dyskontową także wspomaganie decyzji inwestycyjnych klienta;
- doradztwo inwestycyjne polegające na odpłatnym udostępnianiu klientowi informacji o stanie rynku lub konkretnych instrumentów finansowych wraz z prognozami dotyczącymi trendów na całym rynku papierów wartościowych lub poszczególnych instrumentów na nim występujących;
- zarządzanie aktywami i funduszami³⁹;
- organizacja finansowania krótkoterminowego głównie dla przedsiębiorstw polegająca na organizacji emisji krótkoterminowych papierów dłużnych (*commercial papers*), z reguły na rynku niepublicznym;
- organizacja finansowania średnio- i długoterminowego dla przedsiębiorstw i innych podmiotów wykazujących zapotrzebowanie na kapitał obejmująca organizację (czasami także gwarantowanie) emisji papierów dłużnych (np. obligacji), papierów udziałowych (np. akcji) na rynku prywatnym (subskrypcja prywatna – *private placement*) i rynku publicznym. Obejmuje m.in. organizację pierwszej oferty publicznej (*initial public offering* – IPO) dla spółek wchodzących na rynek giełdowy oraz kolejnych ofert publicznych (*secondary public*

³⁸ W. Gradoń, *Ewolucja bankowości inwestycyjnej* [w:] *Współczesna bankowość inwestycyjna*, red. A. Szelałowska, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 25.

³⁹ Usługa ta zostanie dokładniej opisana w dalszej części niniejszego podrozdziału.

offering – SPO) dla spółek publicznych, a także pełnienie roli market makera dla papierów wartościowych danej firmy na rynku wtórnym;

- organizacja finansowania instrumentami hybrydowymi, czyli instrumentami finansowymi łączącymi cechy instrumentów dłużnych i udziałowych (lub pochodnych) (np. obligacje zamienne), które podnoszą efektywność finansowania przez rynek kapitałowy i równocześnie obniżają koszty i ryzyko emisji papierów wartościowych;
- usługi na rynku instrumentów pochodnych na ogół dla przedsiębiorstw obejmujące zasadniczo: umożliwienie dostępu do tego rynku (usługa brokerska na rynku giełdowym i/lub poszukiwanie partnera do zawarcia transakcji na rynku pozagiełdowym (*over-the-counter*, OTC)), występowanie jako druga strona transakcji (rola market makera na rynku giełdowym i/lub partnera w transakcjach pozagiełdowych), występowanie jako pośrednik przejmujący ryzyko rozliczeniowe i kredytowe transakcji, usługi doradcze na tym rynku oraz usługi z zakresu inżynierii finansowej (głównie projektowanie i oferowanie klientom pozagiełdowych instrumentów pochodnych dopasowanych (*tailor-made*) do ich oczekiwań i potrzeb, często stanowiących połączenie standardowych instrumentów pochodnych (np. różnego rodzaju swapy), które umożliwiają lepsze zabezpieczenie się przed określonym typem ryzyka;
- usługi na rynku fuzji i przejęć (*merger and acquisitions*, M&A) dla przedsiębiorstw polegające na wspomaganiu zarówno firm poszukujących celów przejęcia i realizujących tego typu transakcje (obejmują m.in. szacowanie kosztów i korzyści z przejęcia, strukturyzację transakcji, doradztwo w negocjacjach, obsługę formalno-prawną, organizację finansowania przejęcia, koordynowanie prac innych doradców⁴⁰), jak też spółek będących celem przejęcia (przy przyjaznym przejęciu (*friendly takeover*) obejmują głównie doradztwo i uczestnictwo w negocjacjach, natomiast w przypadku wrogiego przejęcia (*hostile takeover*) obejmują wprowadzenie mechanizmów wczesnego ostrzegania przed takim przejęciem i zaprojektowanie i wdrożenie strategii obrony przed nim – w tym np. blokowanie oferty, obniżanie jej atrakcyjności lub potencjalnych korzyści dla przejmującego lub pozyskanie innego przejmującego (*white knight*));

⁴⁰ Zakres działań dotyczących obsługi transakcji fuzji lub przejęcia zależy od charakteru oferty – nieco inny jest w przypadku przyjaznego przejęcia, a inny w przypadku wrogiego przejęcia (przejęcia wbrew woli i rekomendacji menedżerów spółki przejmowanej).

- usługi doradztwa finansowego (będące zazwyczaj składnikiem innej usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej) obejmujące m.in. takie działania jak tworzenie serwisu informacji gospodarczej, tworzenie analiz wykonalności projektów inwestycyjnych (*feasibility study*) oraz opracowywanie strategii i prowadzenie restrukturyzacji przedsiębiorstw⁴¹.

Wszystkie instytucje bankowe, niezależnie od profilu prowadzonej działalności – zarówno banki inwestycyjne, inne banki specjalistyczne (np. banki hipoteczne), banki depozytowo-kredytowe oraz banki uniwersalne (czyli podmioty łączące działalność depozytowo-kredytowo-rozliczeniową z usługami charakterystycznymi dla bankowości inwestycyjnej), wykonują różnego rodzaju operacje bankowe, z których część powiązana jest bezpośrednio lub pośrednio z określonymi segmentami rynku finansowego. Operacje te z punktu widzenia banku generalnie można podzielić na: operacje czynne polegające na lokowaniu zgromadzonego kapitału w różnego typu przedsięwzięcia (są związane z aktywami banku), operacje bierne służące zgromadzeniu środków finansowych (są związane z jego pasywami) oraz operacje pośredniczące wykonywane na zlecenie, rachunek i ryzyko klientów; ponadto banki mogą także oferować usługi niebędące operacjami bankowymi, takie jak np. usługi doradcze, czy dostarczanie informacji gospodarczych i finansowych⁴².

Do operacji czynnych banków należy przede wszystkim udzielanie różnego rodzaju kredytów oraz bankowych gwarancji i poręczeń. Jednak w coraz większym stopniu zgromadzone przez nie środki finansowe są lokowane również na własny rachunek w papiery wartościowe i instrumenty finansowe przede wszystkim na rynku pieniężnym (w mniejszym zakresie na rynku kapitałowym). Skala inwestycji tego rodzaju jest uwarunkowana wewnętrznymi i zewnętrznymi limitami koncentracji, współczynnikami płynności oraz wskaźnikami adekwatności kapitałowej.

W przypadku rynku pieniężnego banki przede wszystkim są obecne na rynku międzybankowym, czyli tym segmencie rynku pieniężnego, który służy wyłącznie tym podmiotom zarówno do lokowania, jak i pożyczania środków pieniężnych na okres do 1 roku. Rynek ten obejmuje rynek transakcji o charakterze lokacyjnym (ze względu na ryzyko kredytowe lokaty te dzielą się na niezabezpieczone i zabezpieczone) oraz rynek

⁴¹ R. Walkiewicz, *Operacje bankowości inwestycyjnej* [w:] *Bankowość. Podręcznik akademicki*, red. W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, Poltext, Warszawa 2002, s. 335–368.

⁴² Z. Krzyżkiewicz, *Rodzaje operacji bankowych* [w:] *Bankowość. Podręcznik akademicki*, red. W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, Poltext, Warszawa 2002, s. 267.

krótkoterminowych instrumentów dłużnych o charakterze zbywalnym (na tym ostatnim przeważają jednak transakcje między bankami a innymi podmiotami). Międzybankowy rynek pieniężny jest wykorzystywany przez banki do bieżącego zarządzania płynnością finansową, ułatwiając przepływ strumieni pieniężnych między nimi (od podmiotów posiadających nadwyżkę płynności do podmiotów odnotowujących niedobór środków) i optymalne wykorzystanie posiadanych przez nie krótkoterminowych zasobów pieniężnych.

Do najważniejszych rodzajów niezabezpieczonych lokat na rynku międzybankowym należą lokaty jednodniowe:

- lokaty O/N (*overnight*) – rozpoczynają się w dniu zawarcia transakcji i zapadają w następnym dniu roboczym,
- lokaty T/N (*tommorow next*) – rozpoczynają się w pierwszym dniu roboczym po zawarciu transakcji i zapadają w następnym dniu roboczym,
- lokaty S/N (*spot next*) – rozpoczynają się w drugim dniu roboczym po zawarciu transakcji i zapadają w następnym dniu roboczym.

Ponadto banki mogą lokować nadwyżki środków na dłuższe okresy – na tydzień (SW – *spot week*), dwa tygodnie (2W), miesiąc (1M), trzy miesiące (3M) sześć miesięcy (6M), dziewięć miesięcy (9M) oraz 12 miesięcy (12M, 1Y). Transakcje są też zawierane na tzw. terminy „łamane” (niestandardowe) oraz na okresy powyżej 12 miesięcy.

Wśród lokat zabezpieczonych wyróżnia się lokaty zabezpieczone walutami i lokaty zabezpieczone papierami wartościowymi. Zabezpieczenie składane drugiej stronie transakcji sprawia, iż operacje tego rodzaju związane są z mniejszym ryzykiem dla banku-kontrahenta. Lokaty zabezpieczone walutami – swapy walutowe (*fx swaps*) – polegają na zakupie/sprzedaży walut po określonym kursie i równoczesnej zwrotnej odsprzedaży/odkupieniu walut w określonym terminie w przyszłości po kursie uzgodnionym w momencie zawierania transakcji (zazwyczaj różnym od kursu wymiany początkowej)⁴³. W efekcie otrzymuje się syntetyczną pożyczkę lub syntetyczny depozyt. Transakcje warunkowe (z przyrzeczeniem

⁴³ Nie należy mylić tego typu transakcji ze swapem walutowo-procentowym (*currency swap* lub *Cross Currency Interest Rate Swap (CIRS)*), który czasami w polskiej literaturze jest nazywany także swapem walutowym, gdyż w przypadku tej drugiej transakcji oprócz wymiany dwóch walut dokonuje się również odpowiednich płatności odsetkowych związanych z oprocentowaniem jednej i drugiej waluty w okresie trwania transakcji.

odkupu) zabezpieczone papierami wartościowymi to transakcje repo (*repurchase agreement*) i buy-sell-back/sell-buy-back (BSB/SBB). Transakcje te polegają na sprzedaży/zakupie papierów wartościowych i równoczesnym ich zakupie/sprzedaży w określonym dniu w przyszłości po z góry ustalonej cenie⁴⁴; w tym przypadku również otrzymuje się syntetyczną pożyczkę lub syntetyczny depozyt.

Rynek krótkoterminowych instrumentów dłużnych, które mogą być przedmiotem lokat banków, obejmuje bony pieniężne emitowane przez bank centralny⁴⁵, skarbowe instrumenty dłużne – bony skarbowe (*treasury bills*), krótkoterminowe papiery dłużne banków⁴⁶ i krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw. Bony skarbowe to krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa o terminie zapadalności do 52 tygodni służące przede wszystkim do zaspokajania krótkookresowych (bieżących) potrzeb pożyczkowych państwa. Z kolei krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (KPDP), określane także jako papiery komercyjne (*commercial papers*), to instrumenty o pierwotnym terminie wykupu do roku włącznie emitowane przez przedsiębiorstwa niefinansowe, pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego (z wyjątkiem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych), pomocnicze instytucje finansowe, instytucje finansowe typu *captive* oraz udzielające pożyczek (według klasyfikacji ESA 2010). Mogą one występować w różnych formach prawnych (są emitowane na podstawie różnych przepisów prawnych), co implikuje również inną praktykę rynkową ich stosowania (np. odnośnie emisji, obrotu, praw właścicieli, rozliczeń, opodatkowania, czy nadzoru)⁴⁷. Łatwo zbywalne, krótkoterminowe instrumenty dłużne są, obok transakcji na rynku międzybankowym, wykorzystywane przez banki przede wszystkim do zarządzania płynnością (jako alternatywa wobec środków pieniężnych) oraz – w przypadku papierów nieskarbowych – jako instrumenty oferujące nieco wyższą stopę zwrotu niż w przypadku instrumentów skarbowych przy na ogół

⁴⁴ Z ekonomicznego punktu widzenia transakcje repo i BSB mają taki sam charakter, różnią się jedynie aspektami prawno-rozliczeniowymi (formą zabezpieczenia). W pierwszym przypadku formą zabezpieczenia jest blokada papierów wartościowych na rachunku uczestnika transakcji, a w drugim papiery wartościowe są przemieszczane z rachunku jednej strony transakcji na rachunek drugiej.

⁴⁵ Instrumenty te zostały scharakteryzowane w poprzednim podrozdziale.

⁴⁶ Instrumenty te zostaną opisane w dalszej części niniejszego podrozdziału.

⁴⁷ Aspekty te w odniesieniu do wybranych państw Unii Europejskiej zostały omówione w: M. Wiśniewski, *Rynek dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa* [w:] *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007, s. 252–262.

relatywnie niskim ryzyku kredytowym. Z kolei z punktu widzenia prywatnych emitentów tych instrumentów inwestycje w nie dokonywane przez banki mogą stanowić alternatywę wobec udzielanych im kredytów.

Banki inwestują część własnych środków finansowych również w instrumenty rynku kapitałowego – zarówno o charakterze dłużnym, jak i udziałowym. Inwestycje te dokonywane są w różny sposób i przyświecają im odmienne motywy. Przedmiotem lokat na rynku średnio- i długoterminowych instrumentów dłużnych są zarówno skarbowe papiery dłużne (obligacje skarbowe), jak i nieskarbowe papiery dłużne (obligacje komunalne (municipalne), bankowe dłużne papiery wartościowe⁴⁸ oraz papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa). Z uwagi na relatywnie niewielkie ryzyko kredytowe i największą płynność rynku w portfelach banków zdecydowanie najczęściej obecne są obligacje skarbowe (*government bonds, treasury bonds*). Są to papiery dłużne emitowane przez Skarb Państwa (czasami również obligacje emitowane przez agencje rządowe i inne podmioty powiązane ze Skarbem Państwa (*sovereign bonds*)) o terminie zapadalności powyżej roku wykorzystywane w zarządzaniu długiem publicznym, których podstawowym celem jest finansowanie potrzeb pożyczkowych. Znacznie rzadziej, nie tylko ze względu na wyższy poziom ryzyka, ale także wyraźnie mniejsze rozmiary rynku (a w efekcie mniejszą płynność), banki lokują kapitały w obligacje emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego. Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (DPDP) obejmują obligacje przedsiębiorstw (obligacje korporacyjne) (*corporate bonds*), czyli obligacje emitowane przez te same kategorie podmiotów co w przypadku KPDP, z tym że pierwotny okres ich wykupu przekracza rok; są wykorzystywane do finansowania długoterminowego rozwoju. Jest to bardzo niejednorodna kategoria instrumentów finansowych, zwłaszcza biorąc pod uwagę poziom ryzyka kredytowego ich emitentów oraz płynność, w efekcie czego stopień zaangażowania banków w tego rodzaju walory jest bardzo zróżnicowany. Generalnie inwestycje w nieskarbowe długoterminowe papiery dłużne są alternatywą dla kredytu bankowego, zwłaszcza wówczas, gdy bank jest organizatorem ich emisji; mogą być też nabywane w celu dalszej odsprzedaży, gdy bank pełni rolę organizatora rynku.

Na rynku papierów udziałowych banki (głównie inwestycyjne) nabywają z reguły w niewielkim zakresie (ze względu na stosunkowo wysoki poziom ryzyka) na własny rachunek i ryzyko głównie akcje tych spółek, które charakteryzują się relatywnie niską zmiennością cen i dużą

⁴⁸ Instrumenty te zostaną opisane w dalszej części niniejszego podrozdziału.

płynnością. Inwestycje te mogą przyjąć dwie formy: *proprietary trading* lub *merchant trading*. Pierwsze określenie dotyczy krótkoterminowych pozycji o charakterze spekulacyjnym zajmowanych przez traderów bankowych określanych jako *proprietary traders*. Inwestują oni środki banku do wysokości przyznanego limitu inwestycyjnego, w ramach którego mogą dokonywać transakcji kupna/sprzedży instrumentów finansowych. Motywem takiego postępowania ze strony banku jest zazwyczaj chęć dania pracownikom większej elastyczności, co powinno poprawić obsługę brokerską klientów instytucjonalnych (dotyczy zleceń, które ze względu na dużą skalę, nie mogą być zrealizowane bez znacznego uszczerbku dla ceny, poprzez giełdę)⁴⁹. Z kolei *merchant trading* oznacza na ogół inwestycje banków (inwestycyjnych i komercyjnych) w papiery wartościowe przedsiębiorstw (akcje zwykłe lub obligacje zamienne na akcje) na rachunek własny, które są negocjowane między bankiem a przedstawicielami przedsiębiorstwa. Są to na ogół inwestycje średnio- lub długoterminowe, które prowadzone są także na rynku niepublicznym i na rynku pierwotnym⁵⁰.

Ponadto w aktywach banków inwestycyjnych mogą znaleźć się akcje banków nabyte w ramach *underwritingu*, czyli procesu w ramach którego bank (lub konsorcjum banków) podpisuje umowę z emitentem zobowiązując się do sprzedaży oferowanych akcji inwestorom (określa się go jako gwarantowanie emisji). *Underwriting* może zasadniczo przyjąć formę *firm commitment* lub *standby*. W pierwszym przypadku bank zobowiązuje się do objęcia wszystkich oferowanych akcji, a następnie ich odsprzedaży inwestorom. Z kolei gwarantowanie emisji w formie *standby* polega na zobowiązaniu się przez bank do zakupu tylko tych akcji, które nie zostaną objęte przez inwestorów⁵¹. Ponadto banki mogą wynegocjować opcję nadsubskrypcji (*overallotment option*, *green shoe option*) dającą im prawo do objęcia dodatkowych akcji po cenie emisyjnej już po zakończeniu oferty (w sytuacji, gdy spodziewany jest wzrost kursu akcji po debiucie giełdowym)⁵². Nabyte podczas gwarantowania emisji akcje mogą przez pewien czas pozostawać w posiadaniu banku, bądź bank może je

⁴⁹ P. Czapiewski, *Bank inwestycyjny na rynku instrumentów udziałowych*, [w:] *Bankowość inwestycyjna. Inwestorzy banki i firmy inwestycyjne na rynku finansowym*, red. P. Niedziółka, Difin, Warszawa 2015, s. 143.

⁵⁰ V. V. Craig, *Merchant Banking: Past and Present*, "FDIC Banking Review", Fall 2001, vol. 14, no. 1, s. 29.

⁵¹ *Underwriting* w formie *firm commitment* określa się w Polsce mianem subemisji usługowej, a w formie *standby* – subemisji inwestycyjnej.

⁵² P. Czapiewski, *op. cit.*, s. 136–137.

stopniowo sprzedawać na rynku wtórnym. W tym drugim przypadku banki tworzą zjawisko nawisu (podażowego) na rynku (*market overhang*), w efekcie którego ceny akcji będą znajdować się pod presją podażową dopóki nie „przejdą” w tzw. stałe ręce (*firm hands*), czyli dopóki nie znajdą się w posiadaniu stabilnych inwestorów. Banki inwestycyjne mogą jednak też odgrywać pozytywną rolę po debiucie giełdowym spółki w sytuacji, gdy zawrą umowę z emitentem, w ramach której zobowiążą się do systematycznego nabywania akcji w przypadku, gdy ich cena rynkowa spadnie poniżej tzw. ceny stabilizacji (*price stabilization*) – jest nią zwykle cena emisyjna. Działania tego rodzaju są podejmowane w sytuacji, gdy istnieje podejrzenie, że po wprowadzeniu akcji do obrotu giełdowego ich ceny mogą podlegać silnym spadkom (np. wskutek ich sprzedaży przez tych, którzy nabyli je wcześniej (np. podczas prywatyzacji) po znacznie korzystniejszej cenie i zechcą od razu zrealizować zyski). W umowie takiej określa się łączną liczbę akcji, które bank zobowiązuje się nabyć po cenie stabilizacji i niższej oraz okres, w którym tego będzie dokonywał⁵³. Banki mogą wreszcie nabywać akcje w ramach oferty prywatnej skierowanej do wąskiego grona inwestorów (*private placement*), która poprzedza pierwszą ofertę publiczną (*pre-IPO*). Ponieważ nabycie akcji wiąże się często w tym przypadku z ograniczeniem ich zbycia (*lock-up*) – czasowym lub cenowym – pozostają one przez relatywnie długi czas w aktywach banku; bank może także w ramach usługi zarządzania portfelem „przechowywać” akcje klientów, którzy uczestniczyli w ofercie prywatnej⁵⁴.

Operacje bierne związane z pasywami banku służą przede wszystkim zebraniu środków finansowych, które następnie zostaną wykorzystane w operacjach czynnych. Podstawową czynnością w tym zakresie jest gromadzenie depozytów od klientów indywidualnych i instytucjonalnych, jednak zwłaszcza w przypadku stosunkowo niewielkiej bazy depozytowej (zwłaszcza w niektórych bankach specjalistycznych oraz w bankach posiadających relatywnie słabą pozycję na rynku depozytowym), przy jednocześnie intensywnie prowadzonej akcji kredytowej, banki zmuszone są dokonywać innych czynności zmierzających do powiększenia sumy środków znajdujących się w ich dyspozycji. Najważniejszą rolę w tym procesie odgrywa emisja własnych papierów wartościowych – zwłaszcza dłużnych. Zasadniczo ten sposób finansowania działalności bankowej jest na ogół stosowany wówczas, gdy w systemie bankowym występuje

⁵³ K. Borowski, *Banki inwestycyjne na rynku pierwotnym (IPO)* [w:] *Współczesna bankowość inwestycyjna*, red. A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 79–80.

⁵⁴ *Ibidem*, s. 67–68.

tw. luka finansowania (*funding gap*)⁵⁵. Ponadto banki emitują instrumenty udziałowe, pochodne i hybrydowe.

Banki przeprowadzają emisje zarówno krótkoterminowych, jak i długoterminowych papierów dłużnych. Krótkoterminowe papiery dłużne banków (KPDB) to przede wszystkim obligacje banków oraz certyfikaty depozytowe o pierwotnym terminie wykupu do 1 roku. W pierwszym przypadku są to instrumenty analogiczne do KPDP, z tym że ich emitentem są podmioty sektora bankowego. Z kolei certyfikat depozytowy (*certificate of deposit*, CD) jest zbywalnym, krótkoterminowym dłużnym papierem wartościowym emitowanym przez instytucje kredytowe potwierdzającym złożenie u jego emitenta depozytu i dającym właścicielowi prawo do określonej w nim kwoty. Podobnie jak w przypadku papierów komercyjnych, zarówno podstawy prawne ich emisji, jak i np. zasady obrotu, rozrachunku i rozliczania transakcji nimi oraz nadzoru nad emisją są zróżnicowane⁵⁶.

Papiery dłużne długoterminowe emitowane przez banki obejmują instrumenty o pierwotnym terminie wykupu powyżej roku. W tej kategorii można wyróżnić długoterminowe bankowe papiery dłużne (DBPD) oraz zabezpieczone papiery wartościowe. DBPD to instrumenty emitowane nie tylko w celu finansowania operacji czynnych, ale także – dzięki relatywnie długim terminom zapadalności – zwiększenia udziału w pasywach zobowiązań o dłuższych terminach zapadalności. W ten między innymi sposób banki dążą spełniania wymogów dotyczących stabilności źródeł finansowania⁵⁷. Zabezpieczone bankowe papiery wartościowe (*covered*

⁵⁵ NBP definiuje to zjawisko jako różnicę między sumą należności od sektora niefinansowego oraz instytucji rządowych i samorządowych (kredytów), a sumą zobowiązań przyjętych od sektora niefinansowego oraz instytucji rządowych i samorządowych (depozytów) wyrażoną jako procent wartości tych należności. Jest ona spowodowana zwykle niską stopą oszczędzania w społeczeństwie i/lub silną konkurencją ze strony niebankowych instytucji finansowych (np. funduszy inwestycyjnych) przejmujących część oszczędności, a także wzmoczoną akcją kredytową. Im większa luka finansowania, tym większa presja na działania zmierzające do pozyskania większej wartości depozytów i/lub emisji własnych papierów wartościowych.

⁵⁶ Aspekty te w odniesieniu do wybranych państw Unii Europejskiej zostały omówione w: M. Skopowski, *Rynek bankowych papierów wartościowych* [w:] *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007, s. 233–238.

⁵⁷ W Unii Europejskiej wymogi te określają: dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego ad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE i 2006/49/WE (określana jako dyrektywa CRD IV) oraz Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z 26 czerwca 2013 r. w sprawie

bonds, CBs) są wykorzystywane przez banki do refinansowania pożyczek zabezpieczonych hipoteką lub pożyczek dla sektora publicznego. Kategoria ta obejmuje dwa typy instrumentów: hipoteczne listy zastawne i listy zastawne zabezpieczone pożyczkami dla sektora publicznego. Hipoteczne listy zastawne (*mortgage covered bonds*, MBs) to zbywalne papiery wartościowe emitowane przez banki (w tym banki hipoteczne) na bazie pożyczek i kredytów zabezpieczonych hipotecznie. Z kolei listy zastawne zabezpieczone pożyczkami dla sektora publicznego (publiczne listy zastawne) (*public covered bonds*) to papiery dłużne emitowane w oparciu o pożyczki dla sektora publicznego⁵⁸.

Ponadto w ramach procesów sekurytyzacji⁵⁹ banki, za pośrednictwem powołanej w tym celu spółki specjalnego przeznaczenia (Special Purpose Vehicle – SPV), emitują dwa podstawowe rodzaje instrumentów: dłużne papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych (*mortgage-backed securities*, MBS) i dłużne papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (*asset-backed securities*, ABS). Instrumenty typu MBS dzielą się, ze względu na strukturę sekurytyzacji, na: certyfikaty udziałowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi (PC) i zabezpieczone obligacje hipoteczne (CMO). Z kolei w skład drugiej kategorii instrumentów wchodzi: papiery oparte na kredytach pod zastaw nieruchomości (HEL), papiery zabezpieczone należnościami z kart kredytowych (CC), papiery zabezpieczone pożyczkami przeznaczonymi na finansowanie zakupu samochodów (AL), papiery oparte na należnościach z tytułu leasingu samochodów (ALS), papiery zabezpieczone pożyczkami dla studentów (LS) i papiery oparte na pożyczkach na budownictwo mieszkaniowe (MH). Wraz z ewolucją procesu sekurytyzacji banki zaczęły emitować obligacje zabezpieczone długiem (*collateralized debt obligations*, CDOs), do których zalicza się obligacje zabezpieczone kredytami (*collateralized loan obligations*, CLOs), gdzie aktywami bazowymi są kredyty udzielane przez banki i obligacje zabezpieczone papierami wartościowymi (*collateralized bond obligations*, CBOs), gdzie zabezpieczeniem są na ogół obligacje⁶⁰. Do kryzysu finansowego

wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych zmieniające rozporządzenie nr 648/2012 (określane jako rozporządzenie CRR).

⁵⁸ M. Skopowski, *op. cit.*, s. 239.

⁵⁹ Sekurytyzacja jest procesem polegającym na wyodrębnieniu aktywów (kredytów – najczęściej hipotecznych, studenckich, samochodowych, a także należności handlowych i wynikających z umów leasingu) z bilansu banku i przekształceniu ich w papiery wartościowe, które następnie mogą być przedmiotem obrotu.

⁶⁰ A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, „Bank i Kredyt”, nr 4/2001, s. 22–28.

sekurytyzacja była jedną z najszybciej rozwijających się form finansowania banków, dzięki temu, iż służy ograniczaniu ryzyka (głównie kredytowego), zarządzania bilansem, co z kolei prowadzi do poprawy wskaźników działalności operacyjnej i inwestycyjnej oraz rentowności kapitałowej, a także umożliwia poprawę płynności. Umożliwia ponadto optymalizację zarządzania adekwatnością kapitałową wpływając na możliwość zmniejszenia kapitału regulacyjnego i podniesienie współczynnika wypłacalności⁶¹.

Papiery udziałowe emitowane są przez banki – podobnie jak w przypadku innych podmiotów gospodarczych – przede wszystkim w celu pozyskania kapitału na rozwój działalności. Są to zazwyczaj emisje publiczne, kierowane do szerokiego grona inwestorów, głównie jednak do inwestorów instytucjonalnych. W przypadku banków działających w formie spółek akcyjnych środki pochodzące z emisji akcji zasilają ich kapitał własny⁶².

Ogromne zróżnicowanie występuje w przypadku instrumentów pochodnych oferowanych przez banki inwestycyjne. Do tego grona zaliczyć można m.in.:

- warranty opcyjne – papiery wartościowe emitowane przez banki lub inne instytucje finansowe, zbliżone w charakterze do opcji, stanowiące bezwarunkowe i nieodwołalne zobowiązanie wystawcy wobec posiadacza do nabycia albo sprzedaży instrumentu bazowego po określonej cenie, albo do dostarczenia kwoty rozliczenia;
- kredytowe instrumenty pochodne – kategoria ta obejmuje zarówno proste pochodne instrumenty kredytowe takie jak m.in. swap kredytowy (Credit Default Swap, CDS), swap dochodowy (Total Return Swap, TRS), czy opcja na spread kredytowy (Credit Spread Option), jak też strukturyzowane pochodne instrumenty kredytowe takie m.in. jak CDO, czy kredytowe skrypty dłużne (*credit linked notes*, CLN)⁶³.

Banki zajmują się również tworzeniem i oferowaniem produktów finansowych o charakterze hybrydowym, wśród których wymienić warto produkty strukturyzowane (*structured products*). Są to produkty

⁶¹ J. Cichy, *Sekurytyzacja aktywów*, [w:] *Współczesna bankowość inwestycyjna*, red. A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 106.

⁶² Istota i znaczenie kapitału własnego banku jest opisane w: M. Iwanicz-Drozdowska, *Kapitał własny banku*, [w:] *Bankowość. Podręcznik akademicki*, red., Poltext, Warszawa 2002, s. 491–512.

⁶³ Instrumenty te są scharakteryzowane m.in. w: I. Pruchnicka-Grabias, *Bank inwestycyjny na rynku instrumentów pochodnych*, [w:] *Bankowość inwestycyjna. Inwestorzy banki i firmy inwestycyjne na rynku finansowym*, red. P. Niedziółka, Difin, Warszawa 2015, s. 152–159.

inwestycyjne tworzone za pomocą kombinacji różnych instrumentów finansowych w celu zaspokojenia oczekiwań inwestorów, które nie mogą zostać spełnione poprzez bezpośrednią inwestycję w instrumenty bazowe. Głównymi cechami tych produktów są: ochrona kapitału (całkowita lub częściowa) na koniec okresu inwestycji, ściśle ustalony czas trwania inwestycji, stopa zwrotu oparta na określonej formule i wykorzystanie instrumentów pochodnych przy ich konstrukcji (mogą to być opcje, kontrakty terminowe lub swapy)⁶⁴. Do produktów strukturyzowanych konstruowanych przez banki należą: lokaty strukturyzowane, certyfikaty depozytowe, obligacje strukturyzowane oraz certyfikaty strukturyzowane.

Wśród różnego typu operacji pośredniczących wykonywanych przez banki (głównie inwestycyjne) na zlecenie, rachunek i ryzyko klientów istotną rolę odgrywa usługa zarządzania aktywami (*asset management*). Obejmuje ona dwa rodzaje usług. Pierwszą jest zarządzanie portfelem papierów wartościowych klienta (dokonywanie transakcji instrumentami finansowymi znajdującymi się w jego posiadaniu) na podstawie udzielonego pełnomocnictwa do dysponowania jego rachunkiem inwestycyjnym. Jest to usługa o charakterze elitarnym, skierowana głównie do zamożnych klientów indywidualnych i różnego rodzaju instytucji. Drugi rodzaj usług w ramach zarządzania aktywami na zlecenie to zarządzanie funduszami inwestycyjnymi (tradycyjnymi i alternatywnymi); są to usługi powszechne, dostępne także dla niezamożnych klientów⁶⁵. Z uwagi na ogromną popularność tego typu usług i skalę zarządzanych w ten sposób środków finansowych klientów⁶⁶, to właśnie dzięki nim banki odgrywają bardzo istotną rolę – jako inwestorzy – na rynku kapitałowym. Warto również dodać, iż usługa zarządzania aktywami (głównie w formie zarządzania portfelem papierów wartościowych klienta) stanowi jeden z zasadniczych elementów *private banking*, czyli kompleksowej i zindywidualizowanej obsługi bankowej (banków uniwersalnych, inwestycyjnych i prywatnych) adresowanej do wąskiej grupy klientów wyselekcjonowanych na podstawie poziomu zamożności i/lub statusu społecznego. Poza rynkiem finansowym usługi inwestycyjne oferowane w ramach *private banking* obejmują szeroką gamę inwestycji alternatywnych – m.in. na rynku nieruchomości, towarowym, czy też inwestycje w pasje (np. *art banking*, *wine banking*).

⁶⁴ S. Olszewski, *Produkty strukturyzowane*, [w:] *Inwestycje finansowe*, red., CeDeWu, Warszawa 2011, s. 56–58.

⁶⁵ Szczegółowy opis funduszy inwestycyjnych znajdzie się w kolejnym rozdziale.

⁶⁶ Należy zaznaczyć, iż podmiotami oferującymi zarządzanie funduszami są nie tylko banki – w tym gronie znajdują się m.in. inne instytucje finansowe (np. firmy ubezpieczeniowe) oraz spółki utworzone przez osoby fizyczne.

Znaczenie banków w poszczególnych segmentach MRF jest zróżnicowane w skali świata i zależy przede wszystkim od modelu sektora finansowego występującego w danym państwie (model anglosaski oparty na instytucjach rynku kapitałowego vs. model niemiecko-japoński oparty na sektorze bankowym).

Banki są jednym z najważniejszych inwestorów na rynku skarbowych papierów wartościowych, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących. Wśród wybranych krajów należących do grupy G20 (obejmuje ona 19 państw o największych gospodarkach oraz Unię Europejską) przeanalizowanych przez Andritzky`ego krajowe banki są na ogół drugim co do wielkości inwestorem w tym segmencie rynku finansowego, zwykle za inwestorami zagranicznymi (przy czym należy założyć, iż także w tej ostatniej grupie inwestorów znajdują się instytucje bankowe). Według danych z końca 2011 r. najwyższy, ponad 20-proc. udział krajowych banków w rynku papierów skarbowych, występuje w strefie euro (26,5%, w tym m.in. 23,5% w Niemczech i 22,5% we Francji), w Japonii (24,6%) oraz Korei (24,6%). Kilkunastoprocentowe udziały posiadają krajowe banki m.in. w Australii (15,9%), zaś około 10% w Kanadzie (11,1%) i Wielkiej Brytanii (10,8%). Zdecydowanie najmniejsze znaczenie odgrywają banki na rynku instrumentów skarbowych w Stanach Zjednoczonych (zaledwie 2,0%)⁶⁷.

Na rynkach wschodzących pozycja banków na rynku instrumentów skarbowych jest bardziej zróżnicowana. Przykładowo w niektórych państwach krajowe banki znajdują się w posiadaniu ponad połowy papierów rządowych (Chiny – ok. 90%, Turcja – nieco ponad 50%), a w kilku kolejnych odsetek ten kształtuje się na poziomie 30–40% (Rumunia, Bułgaria, Rosja, Egipt) (stan na koniec 2012 r.). Są jednak także państwa, w których krajowe banki odgrywają znikomą rolę (poniżej 10%) na rynku papierów skarbowych – np. w Meksyku, Peru, Urugwaju i na Łotwie. Podobnie niewielkie znaczenie mają zagraniczne banki – w większości państw analizowanych przez Arslanalpa i Tsudę ich udział w strukturze przedmiotowej rynku papierów skarbowych jest kilkuprocentowy, jedynie w Meksyku i Turcji wynosi ok. 10%⁶⁸.

Banki są najważniejszymi uczestnikami międzynarodowego rynku walutowego. Według danych Banku Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements – BIS) z kwietnia 2013 r. udział

⁶⁷ J. R. Andritzky, *Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?*, "IMF Working Paper", WP/12/158, IMF 2012, s. 9.

⁶⁸ S. Arslanalp, T. Tsuda, *Tracking Global Demand for Emerging...*, s. 8.

transakcji walutowych na tzw. inter-dealer market, czyli rynku w którym uczestniczą tzw. *reporting dealers* (duże banki aktywne jako animatorzy rynku i raportujące do BIS), w transakcjach na rynku walutowym ogółem wyniósł 38,7%, choć jeszcze w 2004 r. wynosił on 52,6%, a w 1998 r. 63,0%. Systematycznie zwiększa się natomiast udział innych instytucji finansowych w rynku walutowym (52,6%). Wśród nich są zarówno instytucje pozabankowe (głównie inwestorzy instytucjonalni i fundusze hedgingowe), jak też mniejsze banki i regionalne banki (*non-reporting banks, low-tier banks*) – udział tych ostatnich w łącznych obrotach na rynku walutowym w 2013 r. wyniósł 24%. Nie angażują się one w market making, pełnią natomiast rolę klientów dużych banków. Ponieważ trudno im rywalizować z dużymi dealerami poprzez oferowanie konkurencyjnych kwotowań głównych walut, koncentrują się na niszach rynkowych i głównie wykorzystują swoją przewagę konkurencyjną w kontaktach z lokalnymi, mniejszymi klientami, którymi nie są zainteresowane duże podmioty. Podobnie jak oni, handlują przede wszystkim krótkookresowymi (do tygodnia) swapami walutowymi (47% ogółu ich transakcji walutowych), które są powszechnie stosowane do krótkoterminowego zarządzania płynnością; blisko 40% ich transakcji przypada na transakcje spotowe⁶⁹.

Tymczasem na europejskim rynku akcji – zgodnie z szacunkowymi danymi zawartymi w raporcie opracowanym przez European Savings Institute (Observatoire de l'Épargne Européenne – OEE) i INSEAD OEE Data Services – banki odgrywają znikomą rolę. Ich udział w akcjonariacie spółek publicznych notowanych na europejskich parkietach wyniósł w 2012 r. zaledwie 3% i był najmniejszy spośród analizowanych grup inwestorów. Warto zauważyć, iż w kilku ostatnich dekadach znaczenie banków powoli, ale systematycznie zmniejszało się (w latach 70. udział ten wynosił jeszcze 7–8%, podczas gdy w dwóch kolejnych dekadach wahał się pomiędzy 5% a 6%), głównie na skutek rosnącej roli inwestorów instytucjonalnych (głównie funduszy inwestycyjnych) i inwestorów zagranicznych. Było to przede wszystkim konsekwencją wprowadzanych regulacji ostrożnościowych, które znacznie zwiększyły koszty zaangażowania w akcjonariacie, jeśli chodzi o wymogi kapitałowe dla banków⁷⁰.

⁶⁹ *International banking and financial markets developments*, "BIS Quarterly Review", BIS, December 2013, s. 31.

⁷⁰ D. Davydoff, D. Fano, L. Qin, *Who owns the European Economy? Evolution of the Ownership of EU-listed Companies Between 1970 and 2012*, OEE and INSEAD OEE Data Services, August 2013, s. 6, 86.

2.3. Fundusze rynku pieniężnego

Fundusze rynku pieniężnego (FRP) to instytucje zbiorowego inwestowania zajmujące się emisją tytułów uczestnictwa będących bliskimi substytutami depozytów. W związku z powyższym powinny prowadzić one politykę inwestycyjną w taki sposób, aby w maksymalnym stopniu zminimalizować ryzyko inwestycyjne. Służą temu surowe ograniczenia w zakresie polityki inwestycyjnej narzucane tym podmiotom odnośnie m.in. do rodzaju instrumentów finansowych, które mogą znajdować się w ich portfelach, ich jakości (zwłaszcza kredytowej) oraz pozostałego terminu do zapadalności (rezydualnego terminu zapadalności) (*residual maturity*)⁷¹. Biorąc pod uwagę ostatnie z ww. kryteriów, portfel inwestycyjny tego rodzaju funduszy powinien charakteryzować się określonym maksymalnym średnim ważonym terminem do wykupu⁷² (*weighted average maturity* – WAM) i określonym maksymalnym średnim ważonym terminem pierwotnym⁷³ (*weighted average life* – WAL)⁷⁴.

FRP mogą inwestować generalnie wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego spełniające warunki określone w odpowiednich przepisach, którym te podmioty podlegają. Pod pojęciem instrumentów rynku pieniężnego należy rozumieć krótkoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez banki, rządy i przedsiębiorstwa. Obejmują one bony skarbowe, papiery komercyjne, certyfikaty depozytowe oraz operacje

⁷¹ Przykładowo Europejski Bank Centralny w rozporządzeniu nr 1071/2013 z dnia 24 września 2013 r. w art. 2 wskazał, iż FRP mogą inwestować jedynie w instrumenty rynku pieniężnego, które spełniają kryteria tego rodzaju instrumentów określone w Dyrektywie UCITS lub depozyty przyjmowane przez instytucje kredytowe, albo gwarantują dokonywanie oceny płynności i wyceny portfela, w który inwestują, na ekwiwalentnych zasadach. Ponadto w tym samym artykule wyszczególnione zostały dodatkowe warunki, jakie powinny spełniać inwestycje FRP.

⁷² Średni ważony termin do wykupu oznacza ważoną miarę długości życia wszystkich papierów wartościowych w portfelu funduszu, odzwierciedlającą względne udziały w każdym instrumencie, przy założeniu, że termin instrumentu o zmiennym oprocentowaniu oznacza czas pozostający do kolejnej zmiany stopy procentowej na oprocentowanie rynku pieniężnego, a nie czas pozostający do wypłaty kapitału z tytułu papieru wartościowego. W praktyce średni ważony termin do wykupu stosowany jest do pomiaru wrażliwości FRP na zmieniające się oprocentowanie rynku pieniężnego.

⁷³ Średni ważony termin pierwotny oznacza średni ważony termin pozostający do wykupu każdego papieru wartościowego w portfelu funduszu, co oznacza termin pozostający do wypłaty całości kapitału bez względu na odsetki i bez dyskontowania.

⁷⁴ W przypadku rynku europejskiego, zgodnie z zaleceniami CESR z maja 2010 r., WAM nie powinien być dłuższy niż 6 miesięcy (dla krótkoterminowych FRP – 60 dni), zaś WAL nie powinien przekraczać 12 miesięcy (dla krótkoterminowych FRP – 120 dni).

z przyrzeczeniem odkupu (*repurchase agreement*)⁷⁵. Do tego grona mogą być zaliczone również, na określonych warunkach dotyczących minimalnych wymogów kredytowych i płynnościowych, niektóre instrumenty sekurytyzacji (te, które są zabezpieczone długiem przedsiębiorstwa lub należnościami handlowymi).

Podstawowe kryteria klasyfikacji FRP różnią się w zależności od ich lokalizacji. W Europie wyróżnia się przede wszystkim:

- krótkoterminowe FRP (*short-term MMFs*), czyli fundusze inwestujące w instrumenty rynku pieniężnego, dla których rezydualny termin zapadalności nie przekracza 397 dni oraz spełniające warunki odnośnie do maksymalnego WAM i WAL,
- standardowe FRP (*standard MMFs*), czyli fundusze, w przypadku których przedmiotem inwestycji są instrumenty o dwuletnim okresie pozostającym do zapadalności oraz spełniające warunki odnośnie do maksymalnego WAM i WAL.

Według badania Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (European Systemic Risk Board – ESRB) ilustrującego sytuację na rynkach 6 krajów strefy euro (Francja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Hiszpania)⁷⁶ w połowie 2012 r. co najmniej 2/3 aktywów FRP należy do funduszy krótkoterminowych, zaś pozostałe do funduszy standardowych⁷⁷.

Innym ważnym kryterium podziału FRP w Europie jest formuła wyceny ich aktywów i tytułów uczestnictwa. Na tej podstawie wyróżnić można fundusze o zmiennej NAV⁷⁸ oraz o stałej NAV. FRP o zmiennej NAV (*variable NAV, floating NAV*), określane skrótem VNAV, podobnie jak inne typy funduszy inwestycyjnych, oferują możliwość nabywania i odkupywania tytułów uczestnictwa w oparciu o wycenę rynkową (*mark-to-market*) walorów znajdujących się w portfelu, co skutkuje zmienną wartością aktywów przypadających na tytuł uczestnictwa. Tę formułę wyceny mogą

⁷⁵ Według badania Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (European Systemic Risk Board – ESRB) przeprowadzonego w 2012 r. europejskie FRP inwestowały większość środków (64%) w takie instrumenty rynku pieniężnego jak papiery komercyjne czy certyfikaty depozytowe; jedynie 9% stanowiły operacje z przyrzeczeniem odkupu zawierane prawie wyłącznie z innymi monetarnymi instytucjami finansowymi (głównie bankami).

⁷⁶ Badanie to można uznać za reprezentatywne, gdyż rynki te odpowiadały za 89% sektora FRP w Unii Europejskiej pod względem wartości zarządzanych aktywów.

⁷⁷ *Annex to the ERSB Recommendation on money market funds*, European Systemic Risk Board, 20.12.2012.

⁷⁸ NAV (*net asset value*) – wartość aktywów netto.

stosować zarówno krótkoterminowe jak i standardowe FRP. Z kolei fundusze o stałej NAV (*constant NAV, stable NAV*), określane skrótem CNAV, dążą do utrzymania stabilnej wartości tytułu uczestnictwa na poziomie np. 1 euro (lub jednej jednostki innej waluty, gdy fundusz jest denominowany w innej walucie). Ponieważ jednak wartość aktywów netto funduszu ulega zmianom, w celu uniknięcia fluktuacji wartości tytułu uczestnictwa, aktywa tego typu FRP są wyceniane na podstawie metody kosztu zamortyzowanego. Funduszami o stałej NAV mogą być tylko krótkoterminowe FRP. W Europie, według danych Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissions – IOSCO), w końcu 2014 r. aktywa funduszy o stałej NAV stanowiły ok. 61% aktywów całego rynku FRP⁷⁹. Tymczasem w Stanach Zjednoczonych jak dotychczas funkcjonują wyłącznie FRP typu CNAV⁸⁰.

W Stanach Zjednoczonych stosuje się z reguły klasyfikację FRP wykorzystującą łącznie dwa kryteria: typ emitenta instrumentów dłużnych będących głównym przedmiotem lokat funduszu oraz kryterium podatkowe. Na tej podstawie wyróżnia się:

- główne FRP (*prime MMFs*) inwestujące przede wszystkim w różnego rodzaju opodatkowane instrumenty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa i banki, a także operacje z przyrzeczeniem odkupu oraz papiery komercyjne zabezpieczone aktywami;
- rządowe FRP (*government MMFs*) – lokują aktywa w zobowiązania rządu amerykańskiego, w tym papiery dłużne skarbowe i agencji federalnych oraz operacje z przyrzeczeniem odkupu zabezpieczone papierami rządowymi; podmioty inwestujące wyłącznie w instrumenty skarbowe lub operacje z przyrzeczeniem odkupu zabezpieczone takimi walorami określane są jako skarbowe FRP (*treasury MMFs*);
- zwolnione z podatku FRP (*tax-exempt MMFs*) posiadają w portfelu na ogół rządowe i stanowe krótkoterminowe instrumenty dłużne i wypłacają odsetki, które generalnie są zwolnione z federalnego podatku dochodowego.

Według danych amerykańskiej SEC w końcu 2014 r. dominujący udział w amerykańskim rynku FRP posiadała pierwsza z ww. kategorii

⁷⁹ *Peer Review of Regulation of Money Market Funds: Final Report*, The Board of International Organization of Securities Commissions, FR19/2015, September 2015, s. 13.

⁸⁰ Zgodnie z przyjętymi przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) w lipcu 2014 r. zmianami w przepisach regulujących funkcjonowanie FRP w USA główne instytucjonalne FRP od 2016 r. muszą przyjąć formułę VNAV.

FRP (57%); rządowe, skarbowe i zwolnione z podatku FRP posiadały odpowiednio 18%, 16% i 9% aktywów całego rynku⁸¹.

Poza ww. podziałami FRP można klasyfikować także w oparciu m.in. o rodzaj docelowych klientów (instytucjonalne i detaliczne FRP), charakter emitenta instrumentów rynku pieniężnego znajdujących się w portfelu (skarbowe i nieskarbowe FRP), czy też walutę wyceny aktywów.

FRP są obecne na międzynarodowym rynku finansowym od stosunkowo niedawna. Pierwszy tego typu fundusz został zaoferowany publicznie amerykańskim inwestorom w 1972 r. w Stanach Zjednoczonych⁸². Główną przyczyną uruchomienia funduszy rynku pieniężnego na amerykańskim rynku finansowym w latach 70. XX w. było dążenie do ominięcia wprowadzonej jeszcze w latach 30. (po Wielkim Kryzysie) Regulacji Q (*Regulation Q*), która ograniczała oprocentowanie depozytów bankowych i wszelkich świadczeń wypłacanych deponentom z tytułu powierzenia instytucji bankowej środków pieniężnych. Ponieważ od 1973 r. inflacja w USA zaczęła przekraczać ten maksymalny poziom, klienci trzymający swoje oszczędności w bankach odnotowywali straty w ujęciu realnym, co skłoniło część z nich do przeniesienia środków właśnie do FRP, które nie były objęte Regulacją Q i – na skutek relatywnie wysokich stóp procentowych – mogły zaoferować wyższe stopy zwrotu⁸³. FRP w Stanach Zjednoczonych zostały utworzone w celu naśladowania depozytów bankowych – miały utrzymywać wartość tytułu uczestnictwa na stałym poziomie 1 USD jednocześnie oferując inwestorom stopy zwrotu rynku pieniężnego. Dzięki temu zyskały reputację jako zyskowna alternatywa dla depozytów bankowych i w efekcie – zwłaszcza od 1978 r., kiedy szybko rosły stopy procentowe – szybko zaczęły przyciągać kapitał głównie od klientów detalicznych i banków⁸⁴.

Pionierem rozwoju FRP w Europie była Francja, gdzie – podobnie jak w Stanach Zjednoczonych – do pojawienia się tego typu podmiotów doprowadziły ograniczenia prawne dotyczące odsetek od lokat bankowych. W odróżnieniu od amerykańskich FRP wyceny ich tytułów uczestnictwa były zmienne i zależały od wartości aktywów netto funduszu.

Choć arbitraż regulacyjny był głównym powodem powstania FRP i ich rozwoju w pierwszym okresie ich funkcjonowania, nie tłumaczy

⁸¹ *Peer Review of Regulation of Money Market Funds: Final Report*, s. 12.

⁸² T. Q. Cook, J. G. Duffield, *Money Market Mutual Funds: A Reaction To Government Regulations Or A Lasting Financial Innovation?*, "Economic Review", July/August 1979, Federal Reserve Bank of Richmond, s. 15–31.

⁸³ G. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 23.

⁸⁴ T. Q. Cook, J. G. Duffield, *op. cit.*

on jednak dynamicznego rozwoju tego typu funduszy w kolejnych dekadach. Mimo zniesienia w 1986 r. regulacji ograniczających wysokość wypłacanych przez banki odsetek oraz uchylenia w 1994 r. przepisów w zakresie bankowości międzystanowej, FRP nadal zyskiwały popularność w Stanach Zjednoczonych; tak samo działo się we Francji. Fundusze tego typu stały się powszechnie akceptowalne jako alternatywa dla depozytów bankowych i bezpośrednich inwestycji w instrumenty rynku pieniężnego. Oferują one bowiem korzyści ekonomiczne, które towarzyszą pośrednictwu finansowemu – prowadzą do transformacji terminu zapadalności (inwestują w walory o zapadalności nawet do 2 lat, a jednocześnie oferują codzienną możliwość nabycia/odkupienia tytułów uczestnictwa) i skali (klienci detaliczni mogą czerpać korzyści z lokat w instrumenty o wysokiej wartości nominalnej (np. bony skarbowe) inwestując relatywnie niewielkie środki finansowe) oraz oferują zmniejszenie ryzyka poprzez dywersyfikację dzięki inwestowaniu w różnorodne instrumenty rynku pieniężnego, emitowane przez różne podmioty (państwowe i prywatne) na różnych rynkach. Również dla inwestorów instytucjonalnych (a niekiedy także dla przedsiębiorstw) stały się wygodnym narzędziem służącym ochronie kapitału⁸⁵ i zapewniającym najwyższy poziom płynności. W efekcie są atrakcyjnym instrumentem zarządzania płynnością umożliwiając jednocześnie korzystniejsze ulokowanie krótkoterminowych nadwyżek finansowych w porównaniu z krótkoterminowymi lokatami bankowymi (choć obecnie ta ostatnia zaleta straciła na znaczeniu z uwagi na bardzo niskie stopy rynku pieniężnego)⁸⁶.

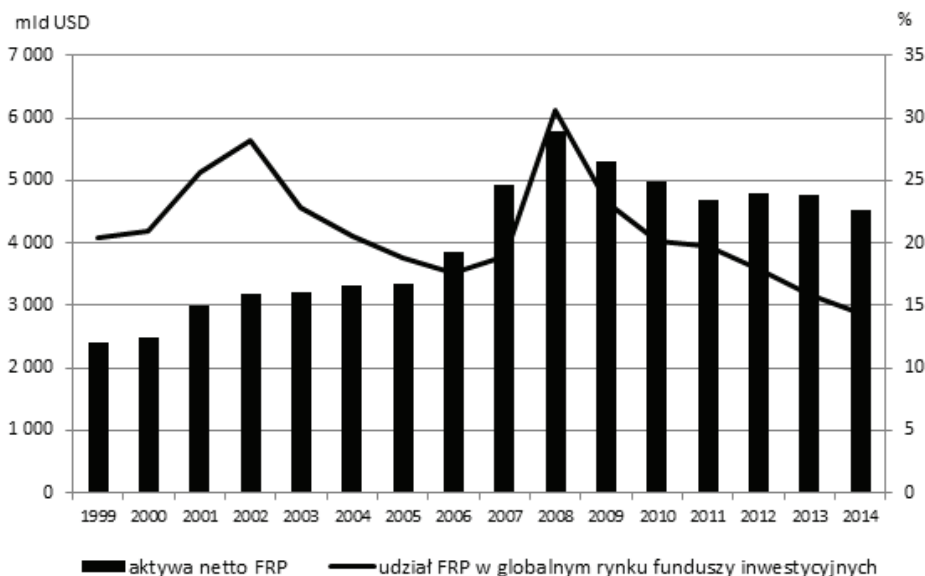
Choć FRP adresowane są do różnego typu inwestorów, w tym także detalicznych, jak pokazują wyniki badań głównym źródłem wzrostu aktywów tych funduszy od lat 90. był popyt zamożnych inwestorów instytucjonalnych poszukujących bezpiecznych możliwości inwestycyjnych. FRP stały się alternatywnym rozwiązaniem w sytuacji, kiedy podaż krótkoterminowych papierów skarbowych okazywała się niewystarczająca wobec ogromnego popytu zgłaszanego przez te podmioty⁸⁷.

⁸⁵ Według danych Investment Company Institute z 2012 r. w 40-letniej historii FRP w USA tylko dwukrotnie zdarzyło się, aby fundusz rynku pieniężnego nie wypłacił inwestorom 1 USD za tytuł uczestnictwa (w 1994 i 2008 r.) – *Money Market Funds in 2012. History of Money Market Funds*, ICI, 13.02.2012, s. 2.

⁸⁶ H. Mai, *Money market funds – an economic perspective*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, 26.02.2015, s. 2–3.

⁸⁷ *Shadow Banking around the globe: how large, how risky?* (w:) *Global Financial Stability Report – Risk Taking, Liquidity and Shadow Banking: Curbing Excess While Promoting Growth*, International Monetary Fund, October 2014, s. 74.

Rysunek 2.4. Wartość aktywów netto FRP na świecie i ich udział w globalnym rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1999–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA.

Redukcja ryzyka kredytowego stała się podstawowym czynnikiem wzrostu popularności i aktywów FRP w czasie kryzysu finansowego w latach 2007–2008 (rys. 2.4). Ryzyko kontrahenta w przypadku depozytów bankowych okazało się wówczas bardzo wysokie, zwłaszcza w przypadku inwestycji, których kwoty przekraczały poziom gwarancji bankowych ze strony państwa, tymczasem inwestycje w FRP dzięki dywersyfikacji portfela pomiędzy instrumenty różnych emitentów były obciążone znacznie niższym poziomem tego ryzyka. Co więcej, wymienione powyżej korzyści są oferowane klientom niezwykle tanio – są to często fundusze bezprowizyjne (nie pobierają opłat dystrybucyjnych przy nabywaniu/odkupowaniu tytułów uczestnictwa), zaś opłaty za zarządzanie w FRP są bardzo niskie (najniższe spośród głównych kategorii funduszy inwestycyjnych), rzędu kilku dziesiątych procenta rocznie. Jest to możliwe, gdyż w tego typu funduszach bardzo wyraźnie widoczne są korzyści skali z uwagi na ich bardzo wysoką przeciętną wartość aktywów netto, znacznie wyższą niż w pozostałych typach funduszy inwestycyjnych⁸⁸.

⁸⁸ Według danych International Investment Funds Association (IIFA) z końca 2014 r. średnie aktywa netto FRP na świecie wynosiły 1,59 mld USD, podczas gdy funduszu

Ponadto inwestorzy mogą oszczędzić część środków opierając się na wiedzy zarządzającego aktywami w zakresie zarządzania ryzykiem kredytowym na rynku instrumentów rynku pieniężnego⁸⁹.

Po osiągnięciu rekordowego poziomu aktywów i udziału w rynku w 2008 r. popularność FRP zaczęła się zmniejszać, czego wyraźnym dowodem były nie tylko malejące aktywa zarządzane przez te podmioty, ale przede wszystkim ujemna (bądź zbliżona do zera) sprzedaż netto⁹⁰ (rys. 2.5). Według danych Europejskiego Stowarzyszenia Zarządzania Funduszami i Aktywami (European Fund and Asset Management Association – EFAMA⁹¹) w latach 2009–2013 sprzedaż netto FRP na świecie wyniosła blisko -1,6 bln USD, podczas gdy w latach 2005–2008 sięgnęła niemal +2,2 bln USD⁹². W rezultacie wartość aktywów netto FRP zmalała w latach 2009–2013 o 17,7%, a udział w globalnym rynku funduszy spadł z 30,6% w końcu 2008 r. do 15,8% w końcu 2013 r. Spadek zainteresowania FRP w tym okresie wynikał przede wszystkim ze spadku stóp procentowych na rynku pieniężnym niemal na całym świecie do bardzo niskich poziomów (czasami nawet ujemnych) w następstwie kryzysu finansowego. Utrzymujące się przez wiele lat środowisko ultra niskich stóp procentowych⁹³ istotnie zmniejszyło możliwości FRP w zakresie generowania satysfakcjonujących stóp zwrotu (nawet

akcyjnego 0,49 mld USD, funduszu obligacji 0,47 mld USD, a funduszu zrównoważonego/mieszanego 0,22 mld USD.

⁸⁹ H. Mai, *op. cit.*, s. 3.

⁹⁰ Sprzedaż netto (*net sales*) funduszy inwestycyjnych to różnica pomiędzy łączną wartością sprzedaży funduszy i reinwestowanych dywidend a łączną wartością odkupień i wartością netto środków przenoszonych pomiędzy funduszami należącymi do tej samej firmy zarządzającej.

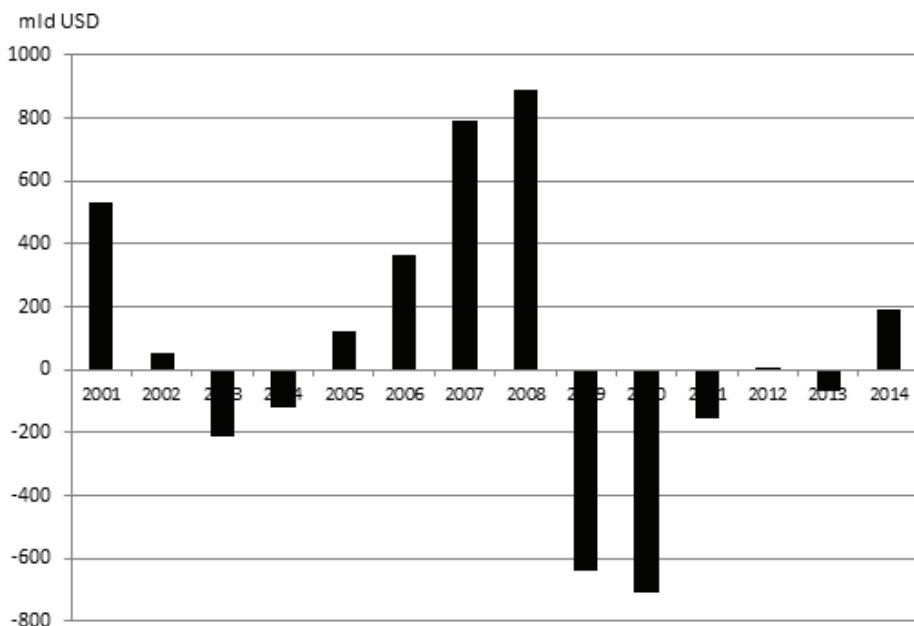
⁹¹ EFAMA jest europejską pozarządową organizacją skupiającą instytucje związane z rynkiem funduszy inwestycyjnych. Członkami EFAMA są organizacje narodowe z krajów europejskich (26) oraz członkowie korporacyjni (61) (według stanu na koniec III kwartału 2015 r.). Aktywa netto tych podmiotów wynoszą blisko 19 bln euro.

⁹² Warto zaznaczyć, iż dane dotyczące zarówno wartości aktywów netto FRP, jak też ich sprzedaży netto (podobnie zresztą jak pozostałych typów funduszy inwestycyjnych, które będą omawiane w kolejnym rozdziale) są prezentowane przez EFAMA z reguły w skali globalnej w dolarach amerykańskich, stąd też w przypadku państw, gdzie tytuły uczestnictwa funduszy są denominowane w walucie lokalnej innej niż USD, są one przeliczone na dolary amerykańskie. Na zagregowane dane wyrażone w USD mają zatem pewien wpływ także zmiany kursów tych walut wobec amerykańskiego dolara.

⁹³ Przykładowo w Europie EONIA od 2009 r. znajduje się poniżej 1 proc., a od 2012 r. jej poziom jest zbliżony do zera.

w porównaniu z depozytami bankowymi), co spowodowało odpływ środków w ujęciu netto⁹⁴.

Rysunek 2.5. Sprzedaż netto FRP na świecie w latach 2001–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA.

Rok 2014 r. przyniósł zmianę obserwowanej w poprzednich pięciu latach tendencji – sprzedaż netto FRP okazała się po raz pierwszy od 2008 r. wyraźnie dodatnia (+194 mld USD), choć nadal jest ona znacznie niższa niż w latach 2006–2008. Nie uchroniło to jednak FRP przed spadkiem aktywów do 4,5 bln USD – najniższego poziomu od 2007 r., co jednak w dużej mierze było konsekwencją umocnienia się w tym czasie amerykańskiego dolara wobec głównych walut świata (aktywa FRP wyrażone w euro, wskutek deprecjacji tej waluty względem dolara, wzrosły w 2014 r.). Udział aktywów FRP w aktywach wszystkich funduszy

⁹⁴ Dodatkowym czynnikiem, jednak o charakterze czysto technicznym, który spowodował spadek aktywów netto FRP w Europie o 194 mld euro między połową 2011 r. a I kwartałem 2012 r. były zmiany klasyfikacji FRP wynikające z wprowadzenia wytycznych CESR w 2010 r. – w ich wyniku liczba funduszy klasyfikowanych jako FRP (a tym samym łączne aktywa tej grupy funduszy) uległa znaczącemu obniżeniu.

inwestycyjnych na świecie w końcu 2014 r. wyniósł 14,4% i był najmniejszy w tym stuleciu.

Nie zmienił się natomiast, trwający niemal nieprzerwanie od piętnastu lat, malejący trend w przypadku liczby funkcjonujących FRP w skali globalnej. O ile na początku minionej dekady liczba FRP przekraczała jeszcze cztery tysiące, o tyle w 2012 r. spadła poniżej trzech tysięcy i w końcu 2014 r. wyniosła niecałe 2,8 tys. (zaledwie 3,5% wszystkich funduszy inwestycyjnych na świecie). Do najważniejszych przyczyn konsolidacji rynku FRP na świecie w ostatnich latach zaliczyć należy likwidację części podmiotów wskutek malejącej ich rentowności (w sytuacji bardzo niskich stóp zwrotu zarządzający FRP zmuszeni byli zmniejszyć pobierane opłaty za zarządzanie aktywami, aby zapewnić ochronę wartości nominalnej zainwestowanego przez inwestorów kapitału, a niektórzy nawet zrezygnować z nich) oraz wspomniane wcześniej zmiany w klasyfikacji FRP w latach 2010–2012 w Europie.

W skali globalnej dominującym rynkiem FRP są Stany Zjednoczone – ich udział (biorąc pod uwagę wartość aktywów netto) w końcu 2014 r. sięgał 63%. Jest to rezultatem zarówno najdłuższej historii funkcjonowania tych funduszy w USA, jak też znacznie większego znaczenia rynku finansowego (w tym także rynku pieniężnego) w finansowaniu podmiotów gospodarczych niż w pozostałych regionach świata. Europa odpowiada za blisko 26 proc. światowych aktywów FRP – największymi rynkami są: Irlandia (8,3%), Francja (7,7%) oraz Luksemburg (6,8%); fundusze zarejestrowane w Irlandii i Luksemburgu to na ogół FRP o stałej NAV denominowane w USD lub GBP, natomiast francuskie FRP to podmioty zazwyczaj denominowane w euro o zmiennej NAV. W pozostałych regionach świata największe aktywa zgromadziły FRP w Chinach (7,4%), Korei Południowej (1,7%), Meksyku (1,1%) oraz Brazylii (1,0%).

Mimo malejącej wartości aktywów w kilku ostatnich latach FRP dysponują wciąż ogromnymi środkami finansowymi, które są z powodzeniem wykorzystywane w procesie krótkoterminowego finansowania na rynku pieniężnym. Ich rola jako niebankowych pośredników finansowych różni się jednak istotnie w przypadku dwóch największych rynków – Europy i Stanów Zjednoczonych. W Europie, w szczególności zaś w strefie euro, są głównie pośrednikami w ramach sektora finansowego – prawie 2/3 środków ulokowanych w FRP pochodzi z banków, funduszy inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i innych przedsiębiorstw finansowych. Kapitał ten również inwestowany jest przede wszystkim w krótkoterminowe instrumenty emitowane przez podmioty

sektora finansowego – w 78% są to papiery dłużne banków, a w 10% papiery dłużne innych spółek z tej branży; zaledwie 8% środków trafia do sektora rządowego. Ponadto kierują one oszczędności sektora korporacyjnego (w mniejszym stopniu gospodarstw domowych) do branży finansowej. FRP są więc bardzo ważnym ogniwem w łańcuchu pośrednictwa kredytowego obejmującego wiele instytucji, w tym banki, które są najważniejszym elementem tego łańcucha. Wykorzystują one bowiem FRP (głównie o stałej NAV) do krótkoterminowego lokowania wolnych środków pieniężnych, a także do finansowania krótkoterminowych zobowiązań płatniczych obejmujących linie kredytowe dla klientów z sektora niefinansowego⁹⁵.

W przypadku Stanów Zjednoczonych rola FRP jako bezpośrednich pośredników w transferze środków pomiędzy różnorodnymi sektorami (a nie tylko w ramach jednego sektora) jest bardziej wyrazista. Z jednej strony jedynie blisko $\frac{1}{4}$ inwestorów lokujących kapitał w tego typu funduszach to podmioty sektora finansowego, przy czym niewielki udział w tej grupie mają instytucje depozytowe. Z drugiej zaś strony amerykańskie FRP inwestują około połowy swoich aktywów w instrumenty wyemitowane przez instytucje sektora finansowego, w tym banki. Z powyższego wynika, iż znacząca część działalności FRP w USA (około połowy) obejmuje pośrednictwo finansowe w ramach sektora niefinansowego. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa niefinansowe dostarczają im $\frac{2}{3}$ środków (odpowiednio 43% i 23%), natomiast 39% ich aktywów jest inwestowana w instrumenty rynku pieniężnego emitowane przez rząd federalny, agencje rządowe i władze lokalne⁹⁶.

Znaczące aktywa FRP pozwalają im również odgrywać istotną rolę w niektórych segmentach rynku krótkoterminowych papierów dłużnych – nierzadko są największymi inwestorami w danym segmencie rynku. Dotyczy to w szczególności rynków krótkoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez podmioty sektora bankowego i krótkoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w strefie euro, a także rynku papierów komercyjnych i rynku papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami w Stanach Zjednoczonych (tabela 2.1).

⁹⁵ H. Mai, *op. cit.*, s. 10–12, 18–19.

⁹⁶ *Ibidem*, s. 12–16, 19.

Tabela 2.1. Udział funduszy rynku pieniężnego w wybranych segmentach rynków krótkoterminowych papierów dłużnych w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych

Segment rynku finansowego	Udział funduszy rynku pieniężnego
Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez banki w strefie euro ogółem	52% ¹
Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez banki w strefie euro denominowanych w euro	58% ¹
Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez banki w strefie euro denominowanych w walutach zagranicznych	45% ¹
Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez rządy w strefie euro ogółem	6% ¹
Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w strefie euro ogółem	42% ¹
Rynek transakcji repo w Europie	3% ^{1,3}
Rynek papierów komercyjnych wyemitowanych przez podmioty finansowe w Stanach Zjednoczonych	43% ²
Rynek papierów komercyjnych wyemitowanych przez podmioty niefinansowe w Stanach Zjednoczonych	43% ²
Rynek papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami w Stanach Zjednoczonych	38% ²
Rynek transakcji repo w Stanach Zjednoczonych	33% ²
Rynek certyfikatów depozytowych w Stanach Zjednoczonych	29% ²
Rynek obligacji municypalnych w Stanach Zjednoczonych	8% ^{1,4}

¹ stan na czerwiec 2014 r.

² stan na czerwiec 2012 r.

³ szacunek.

⁴ tylko FRP zwolnione z podatku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: H. Mai, *Money market funds – an economic perspective*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, 26.02.2015, s. 10–11, 16 oraz M. Cipriani, A. Martin, B. M. Parigi, *Money Market Funds Intermediation and Bank Instability*, Federal Reserve Bank of New York, February 2013, s. 1.

Jeśli chodzi o emisję instrumentów finansowych, FRP emitują (zbywają) tytuły uczestnictwa reprezentujące prawa majątkowe przysługujące

ich uczestnikom w zamian za wniesioną wpłatę gotówkową i/lub w formie papierów wartościowych (o ile możliwość taką dopuszcza prawo).

Pytania kontrolne

1. Proszę opisać wpływ działań banków centralnych w zakresie luzowania ilościowego na międzynarodowy rynek finansowy.
2. Proszę scharakteryzować zmiany w zarządzaniu aktywami rezerwowymi banków centralnych w ostatnich latach (ze szczególnym uwzględnieniem rezerw walutowych).
3. Proszę scharakteryzować rolę banków centralnych jako emitentów papierów wartościowych.
4. Proszę wymienić i opisać usługi bankowości inwestycyjnej.
5. Proszę wymienić i scharakteryzować aktywność banków w zakresie inwestowania środków finansowych na rynku pieniężnym i kapitałowym na własny rachunek.
6. Proszę wymienić i scharakteryzować instrumenty dłużne emitowane przez banki.
7. Proszę opisać znaczenie banków w wybranych segmentach rynku finansowego (papierów dłużnych, papierów udziałowych, walutowym) na świecie.
8. Proszę przedstawić istotę funkcjonowania funduszy rynku pieniężnego i ich podstawowe klasyfikacje.
9. Proszę omówić historię rozwoju funduszy rynku pieniężnego na świecie.
10. Proszę omówić rolę funduszy rynku pieniężnego w procesie krótkoterminowego finansowania na rynku pieniężnym w Europie i w Stanach Zjednoczonych.

ROZDZIAŁ 3

FUNDUSZE INWESTYCYJNE NIEBĘDĄCE FUNDUSZAMI RYNKU PIENIĘŻNEGO

3.1. Systematyka funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne niebędące funduszami rynku pieniężnego to obszerna i bardzo zróżnicowana grupa instytucji wspólnego inwestowania realizujących odmienne cele inwestycyjne. Rola, jaką podmioty te odgrywają na MRF i w jego poszczególnych segmentach, zależy przede wszystkim od charakteru prowadzonej polityki inwestycyjnej. Ogólnie można stwierdzić, iż ze względu na znacznie szersze spektrum lokat inwestycyjnych będące rezultatem mniej restrykcyjnych, w porównaniu do FRP, wymogów odnośnie do katalogu dostępnych lokat finansowych (a coraz częściej także pozafinansowych) oraz limitów inwestycyjnych, pozycja tej grupy funduszy inwestycyjnych na MRF (w szczególności na rynku kapitałowym i na rynku walutowym) jest istotnie większa niż FRP.

Ogromne zróżnicowanie omawianej kategorii podmiotów wymusza w pierwszej kolejności konieczność ich systematyzacji. W literaturze ekonomicznej fundusze inwestycyjne klasyfikuje się na podstawie różnorodnych kryteriów prawnych i ekonomicznych¹. W przypadku najważniejszych instytucji, które zajmują się m.in. analizowaniem funkcjonowania tych podmiotów na dwóch największych rynkach – tj. w Stanach Zjednoczonych (Investment Company Institute – ICI)² i w Europie (EFAMA) – podstawowym kryterium, na podstawie którego monitoruje i analizuje się rynki funduszy w danym państwie/regionie lub na świecie,

¹ Por. np. K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 41–54 oraz G. Borowski, *op. cit.*, s. 35–40.

² ICI to amerykańskie stowarzyszenie regulowanych funduszy inwestycyjnych (w tym funduszy otwartych (*mutual funds*), funduszy ETF (*exchange-traded funds*), funduszy zamkniętych (*closed-end funds*) i trustów inwestycyjnych (*unit investment trusts*)) w Stanach Zjednoczonych. Aktywa funduszy będących członkami ICI wynosiły w końcu 2014 r. 18,2 bln USD.

jest kryterium polityki inwestycyjnej i/lub celu inwestycyjnego³. Z uwagi jednak na odmienne podejścia do tego zagadnienia ww. organizacji⁴, zaprezentowanie jednolitej klasyfikacji funduszy inwestycyjnych w ujęciu globalnym, jest utrudnione. Kompromisowym wyjściem może być zatem przyjęcie klasyfikacji stosowanej przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Funduszy Inwestycyjnych – International Investment Fund Association (II-FA)⁵, które gromadzi dane nt. funduszy inwestycyjnych z 46 krajów świata. Instytucja ta fundusze niebędące FRP definiuje (podobnie zresztą jak czyni to ICI) jako fundusze długoterminowe (*long-term funds*) i wyróżnia wśród nich:

- fundusze akcyjne (*equity funds*),
- fundusze obligacji (*bond funds*),
- fundusze zrównoważone/mieszane (*balanced/mixed funds*),
- pozostałe fundusze (*other funds*).

Fundusze akcyjne to fundusze inwestycyjne, które posiadają ekspozycję – z reguły poprzez różnorodne instrumenty finansowe o charakterze udziałowym – na rynek akcji. W ich portfelach inwestycyjnych dominują akcje spółek publicznych (znacznie rzadziej – o ile jest to dopuszczone przez prawo – niepublicznych), choć można tam znaleźć także np. kwity depozytowe, prawa do akcji, prawa poboru, tytuły uczestnictwa funduszy akcyjnych (w tym ETF-ów), akcyjne (indeksowe) instrumenty pochodne, a czasami nawet obligacje zamienne na akcje⁶. Podstawowymi źródłami dochodu uczestników tych funduszy są zysk kapitałowy (*capital gain*)

³ Warto podkreślić, iż stosowane w praktyce na świecie klasyfikacje funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza na najbardziej rozwiniętych rynkach, są wielopoziomowe (przykładowo klasyfikacja funduszy otwartych w USA uwzględnia pięć poziomów) i biorą pod uwagę – w zależności od przedmiotu inwestycji – szereg dodatkowych kryteriów, takich m.in. jak ekspozycja geograficzna, ekspozycja sektorowa, kapitalizacja rynkowa, ekspozycja walutowa, jakość kredytowa, czy też alokacja aktywów.

⁴ ICI na poziomie II dzieli fundusze otwarte długoterminowe na akcyjne, hybrydowe i obligacji, natomiast podstawowa klasyfikacja funduszy inwestycyjnych (pomijając FRP) według EFAMA (*European Fund Classification*) wyróżnia fundusze akcyjne, obligacji, wielu aktywów, ARIS (*Absolute Return Innovative Strategies*) i pozostałe.

⁵ IIFA to międzynarodowa organizacja zrzeszająca krajowe i regionalne stowarzyszenia funduszy inwestycyjnych.

⁶ W aktywach funduszy akcyjnych, podobnie zresztą jak w przypadku innych funduszy długoterminowych, obecne są również krótkoterminowe instrumenty rynku pieniężnego, które jednak służą zachowaniu bieżącej płynności w zakresie bieżących inwestycji i wypłaty środków w ramach odkupień tytułów uczestnictwa.

wynikający ze wzrostu wartości instrumentów znajdujących się w portfelu na rynku wtórnym oraz dywidenda wypłacana przez emitentów akcji. Zarówno oczekiwana stopa zwrotu, jak też potencjalne ryzyko związane z inwestycjami funduszy akcyjnych są co do zasady najwyższe wśród funduszy długoterminowych, choć z uwagi na ogromną różnorodność realizowanej polityki inwestycyjnej w ramach inwestycji udziałowych występować mogą w tym zakresie znaczące dysproporcje. Ze względu na charakter prowadzonych inwestycji odgrywają one największą rolę na rynku akcji i na rynkach innych instrumentów udziałowych.

Fundusze obligacji oferują ekspozycję na rynek średnio- i długoterminowych instrumentów o stałym dochodzie (*fixed income instruments*) – głównie na rynek obligacji (różnego rodzaju) oraz innych papierów dłużnych, zwykle o terminie zapadalności powyżej roku; ponadto w ich aktywach znajdować się mogą tytuły uczestnictwa funduszy obligacji (w tym ETF-ów) oraz instrumenty pochodne na stopy procentowe. Uczestnicy tych funduszy czerpią dochody przede wszystkim z odsetek od obligacji (lub z dyskonta w przypadku obligacji zerokuponowych) oraz z zysku kapitałowego. Oczekiwana stopa zwrotu i ryzyko inwestycyjne są generalnie najniższe wśród funduszy długoterminowych, choć i w tym przypadku ich wielkość może się dość istotnie różnić pomiędzy poszczególnymi podmiotami, w zależności od realizowanej strategii inwestycyjnej. Charakter inwestycji funduszy obligacji sprawia, iż ich rola na MRF jest najbardziej widoczna na rynku obligacji i innych instrumentów o stałym dochodzie.

Fundusze zrównoważone/mieszane są podmiotami charakteryzującymi się mieszanym składem portfela inwestycyjnego – są w nim obecne przede wszystkim instrumenty udziałowe oraz instrumenty dłużne. W zależności od proporcji pomiędzy tymi dwoma kategoriami instrumentów finansowych wyróżnia się kilka subkategorii w ramach tej grupy funduszy inwestycyjnych – najważniejsze z nich to fundusze zrównoważone (cechują się zbliżonym poziomem akcji i obligacji w aktywach), fundusze stabilnego wzrostu (posiadają większą ekspozycję na rynek instrumentów o stałym dochodzie) oraz fundusze aktywnej alokacji (w przeciwieństwie do ww. typów charakteryzują się zmiennym udziałem akcji i obligacji w aktywach). Struktura portfela tej kategorii funduszy (proporcja między instrumentami udziałowymi i dłużnymi) determinuje poziom ich oczekiwanej stopy zwrotu i potencjalnego ryzyka inwestycyjnego. Znaczenie funduszy zrównoważonych/mieszanych na MRF jest relatywnie małe z uwagi na stosunkowo niewielkie aktywa, jakimi zarządzają.

Kategoria „pozostałe fundusze” obejmuje fundusze gwarantowane/ochrony kapitału (*guaranteed/protected funds*), fundusze nieruchomości (*real estate funds*) oraz inne rodzaje funduszy inwestycyjnych. Pierwsza z ww. subkategorii funduszy dotyczy podmiotów, które dążą do zabezpieczenia uczestnika przed spadkiem wartości tytułu uczestnictwa poniżej określonego poziomu (może być on stały lub zmienny). Realizacja tego celu odbywa się zazwyczaj poprzez lokowanie środków finansowych zarówno papiery wartościowe jak i instrumenty pochodne. Fundusze nieruchomości posiadają ekspozycję na rynek nieruchomości – w zależności od formy prawnej i kształtu przepisów prawnych obowiązujących w danym państwie mogą inwestować w akcje lub inne papiery wartościowe wyemitowane przez spółki należące do tego sektora i/lub udziały w różnego typu nieruchomościach.

Zgodnie z systematyką ESA 2010 do grona funduszy inwestycyjnych niebędących funduszami rynku pieniężnego zalicza się ponadto fundusze funduszy oraz fundusze hedgingowe. Fundusze funduszy to podmioty, które dążą do osiągnięcia celu inwestycyjnego nie poprzez lokowanie środków finansowych bezpośrednio w instrumenty finansowe, lecz poprzez nabywanie udziałów (tytułów uczestnictwa) w innych funduszach inwestycyjnych zarządzanych przez różnorodne firmy asset management. W zależności od tego, jaki typ funduszy (spośród wyżej wymienionych) jest głównym przedmiotem ich zainteresowania, oferują one ekspozycję na rynek akcji (gdy nabywają przede wszystkim udziały w funduszach akcyjnych), na rynek papierów dłużnych (gdy inwestują w fundusze obligacji) lub na oba rynki (gdy lokują kapitał w fundusze zrównoważone/mieszane). Głównym argumentem za powierzeniem środków finansowych tego typu funduszom jest możliwość dodatkowego zdywersyfikowania swojego portfela (a tym samym obniżenia ryzyka inwestycyjnego) – oprócz dywersyfikacji przedmiotowej (inwestowanie w instrumenty finansowe o zróżnicowanej charakterystyce) oferują one także dywersyfikację podmiotową (inwestowanie w fundusze zarządzane przez wiele firm asset management).

Fundusze hedgingowe to bardzo zróżnicowana wewnętrznie grupa funduszy inwestycyjnych, która nie posiada jednoznacznej definicji w literaturze przedmiotu oraz jest sporadycznie definiowana w regulacjach prawnych. Jedną z ciekawszych prób zdefiniowania tych podmiotów podjęła Perez, która określiła je jako „fundusze inwestycyjne o charakterze alternatywnym, które oferowane są głównie na rynku prywatnym, w związku z czym podlegają ograniczonym regulacjom prawnym, i których

zarządzający, wykorzystując (...) różnorodne narzędzia i techniki inwestycyjne, budują strategie inwestycyjne mające na celu osiągnięcie nieograniczonych stóp zwrotu, za co są wynagradzani w zależności od ich wielkości”⁷. Fundusze hedgingowe adresowane są przede wszystkim do zamożnych inwestorów, posiadających zwykle relatywnie dużą wiedzę i doświadczenie na rynkach finansowych. Choć realizują bardzo zróżnicowane strategie inwestycyjne, do wspólnych cech tych podmiotów z inwestycyjnego punktu widzenia należy zaliczyć przede wszystkim aktywny sposób zarządzania aktywami oraz elastyczną politykę inwestycyjną (co jest możliwe wskutek znacznie mniejszych ograniczeń prawnych w tym zakresie w porównaniu z innymi rodzajami funduszy inwestycyjnych), wskutek czego – mimo stosunkowo niewielkich aktywów którymi zarządzają – ich znaczenie w niektórych segmentach MRF jest bardzo duże.

Poza zaprezentowaną powyżej uniwersalną klasyfikacją, na rynku europejskim i amerykańskim bardzo istotne znaczenie ma także systematyka funduszy inwestycyjnych (lub szerzej – spółek inwestycyjnych) oparta na przepisach prawnych obowiązujących na danym terytorium. W Unii Europejskiej prawo wyróżnia dwa główne typy zharmonizowanych funduszy inwestycyjnych:

- fundusze UCITS o charakterze otwartym adresowane głównie do inwestorów detalicznych funkcjonujące na podstawie Dyrektywy UCITS⁸;
- fundusze alternatywne (AIF) przeznaczone dla profesjonalnych inwestorów działające na podstawie Dyrektywy AIFMD⁹. W ramach tej kategorii funkcjonują europejskie fundusze venture capital określane

⁷ K. Perez, *Fundusze hedge. Istota, strategie, potencjał rynku*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 26.

⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (*Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities*) (tzw. dyrektywa UCITS IV). Została ona zmieniona Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniającą ww. dyrektywę w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji.

⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (*Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council*

skrótem EuVECA (European Venture Capital Funds) koncentrujące swoją uwagę na nowopowstałych firmach (start-upach) oraz europejskie fundusze na rzecz przedsiębiorczości społecznej określane skrótem EuSEF (European Social Entrepreneurship Funds) inwestujące w walory przedsiębiorstw realizujących cele społeczne¹⁰.

Z uwagi na konstrukcję funduszy inwestycyjnych działających w Stanach Zjednoczonych oraz ich dostępność dla inwestorów ICI wyróżnia cztery podstawowe typy zarejestrowanych spółek inwestycyjnych: otwarte fundusze inwestycyjne (*open-end investment companies*) popularnie określane mianem *mutual funds*, zamknięte fundusze inwestycyjne (*closed-end investment companies*), podmioty typu UIT (*unit investment trusts*) oraz fundusze typu ETF (*exchange-traded funds*).

Fundusze otwarte charakteryzują się przede wszystkim tym, iż oferują swoje tytuły uczestnictwa (*shares*) w sposób ciągły i umożliwiają uczestnikom ich odkupienie i umorzenie w każdym momencie po bieżącej cenie tytułu uczestnictwa (NAV) równej ilorazowi wartości aktywów netto funduszu i liczby wyemitowanych udziałów. Fundusze otwarte mogą być zarządzane aktywnie (na podstawie określonych kryteriów dobierany i modyfikowany jest skład instrumentów znajdujących się w portfelu) lub pasywnie (portfel inwestycyjny ma za zadanie odzwierciedlać skład wybranego indeksu rynku finansowego). W przeciwieństwie do nich tytuły uczestnictwa w funduszach zamkniętych są z reguły emitowane jednorazowo (czasami kilkukrotnie) i są notowane na giełdach papierów wartościowych, gdzie inwestorzy mogą obracać nimi – podobnie jak w przypadku akcji spółek – po bieżącej cenie rynkowej. Podmioty typu UIT mają charakter hybrydowy łącząc wybrane cechy funduszy otwartych i zamkniętych. Podobnie jak fundusze zamknięte, zazwyczaj emitują określoną, stałą liczbę udziałów (*units*), które jednak – tak jak dzieje się to w funduszach otwartych – mogą być umarzone; w odróżnieniu od

on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010).

¹⁰ Fundusze EuVECA działają w oparciu o Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 345/2013 z 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy venture capital, zaś fundusze EuSEF funkcjonują na podstawie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 346/2013 z 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej. 9 grudnia 2015 r. weszły w życie przepisy (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 345/2013 z 29 kwietnia 2015 r.), które ustanawiają kolejny typ funduszy inwestycyjnych – europejskie długoterminowe fundusze inwestycyjne określane skrótem ELTIF (European Long-Term Investment Funds).

mutual funds sponsor UIT pozostawia rynek wtórny dla tych udziałów, tak aby nie uszczuplić jego aktywów. UIT nie dokonuje aktywnego zarządzania portfelem – zamiast tego nabywa określone instrumenty finansowe i zachowuje je w portfelu aż do momentu likwidacji, kiedy to UIT jest rozwiązywany, a osiągnięte w czasie jego funkcjonowania przychody są wypłacane udziałowcom. Również fundusze ETF łączą w sobie cechy innych typów spółek inwestycyjnych – w sensie formalnym są funduszami otwartymi lub podmiotami UIT, ale ich tytuły uczestnictwa (udziały) są przedmiotem obrotu giełdowego, podobnie jak ma to miejsce w przypadku funduszy zamkniętych¹¹.

3.2. Rynek funduszy inwestycyjnych na świecie

Choć historia funduszy zamkniętych na świecie sięga drugiej połowy XVIII w., a funduszy otwartych lat 20. XX w., wyraźny wzrost zainteresowania ich ofertą przypadł dopiero na lata 70. minionego stulecia (początkowo przede wszystkim na rynku amerykańskim). Zaczęto wówczas wprowadzać na ten rynek innowacyjne rozwiązania i produkty (m.in. fundusze indeksowe). Prawdziwa eksplozja ich popularności (najpierw głównie w Stanach Zjednoczonych, a następnie w innych regionach świata) rozpoczęła się na początku ostatniej dekady XX w. Ostatnie 25 lat to bezprecedensowy rozwój tych instytucji finansowych – zarówno w ujęciu ilościowym, jak i jakościowym. Do głównych czynników, które sprzyjały temu procesowi, należy zaliczyć: wprowadzanie regulacji prawnych mających za zadanie z jednej strony ochronę interesów ich uczestników, zaś z drugiej umożliwienie rozwoju funduszy w obliczu dynamicznych zmian zachodzących na globalnym rynku finansowym, wzrost zaufania ze strony inwestorów wynikający z podniesienia stopnia bezpieczeństwa ich funkcjonowania (efekt przyjmowanych regulacji prawnych), rosnącą atrakcyjność funduszy względem innych form lokowania oszczędności (satysfakcjonujące, zwłaszcza w długim okresie, wyniki inwestycyjne oraz ogromne różnicowanie produktowe, dzięki czemu można było spełniać oczekiwania rozmaitych grup inwestorów charakteryzujących się odmiennymi oczekiwaniami w zakresie potencjalnego zysku i stopnia akceptacji ryzyka inwestycyjnego). Bardzo istotnym czynnikiem rozwoju rynku długoterminowych funduszy inwestycyjnych w ostatnich kilku dekadach było powstanie i/lub dynamiczny rozwój fakultatywnych form

¹¹ 2015 *Investment Company Fact Book*, Investment Company Institute, Washington 2015, s. 242–243.

zabezpieczenia emerytalnego – znacząca część środków finansowych trafiających do różnego rodzaju planów emerytalnych na świecie jest lokowana właśnie w tytułach uczestnictwa funduszy inwestycyjnych¹². Wskutek szybkiego wzrostu aktywów stopniowo, zwłaszcza na największych i najbardziej konkurencyjnych rynkach, możliwe było również wykorzystywanie efektu skali i obniżanie kosztów uczestnictwa w funduszach (głównie opłaty za zarządzanie¹³), co miało istotne znaczenie w kontekście pojawiających się nowych możliwości inwestycyjnych dla inwestorów indywidualnych (głównie konkurencja ze strony produktów strukturyzowanych i innych produktów o charakterze inwestycyjnym oferowanych przez banki i firmy ubezpieczeniowe); w ostatnich latach sprzyjał temu również wzrost zainteresowania niskokosztowymi funduszami indeksowymi i funduszami ETF, który spowodował obniżenie stawek opłat także w funduszach aktywnie zarządzających portfelem inwestycyjnym¹⁴. Nie można wreszcie zapominać o przemianach technologicznych, jakie odcisnęły swoje piętno także w sposobie dystrybucji funduszy inwestycyjnych, dzięki czemu proces inwestowania w tytuły uczestnictwa przy wykorzystaniu głównie platform internetowych stał się łatwiejszy, szybszy i wygodniejszy, co jednocześnie umożliwiło zarządzającym funduszami dotarcie ze swoją ofertą do nowych grup klientów.

Najwyraźniejszym przejawem ogromnego wzrostu znaczenia długoterminowych funduszy inwestycyjnych na MRF w ostatnim okresie był niezwykle dynamiczny wzrost ich aktywów (rys. 3.1). Według danych EFAMA w latach 1999–2014 aktywa netto analizowanej grupy funduszy wzrosły z nieco ponad 9 bln USD do prawie 27 bln USD¹⁵. Wzrost ten wynikał zarówno ze wzrostu wartości instrumentów finansowych w ich portfelach (zwłaszcza w okresach hossy na rynku akcji), jak też z dodatniego napływu

¹² Plany emerytalne zostaną scharakteryzowane w kolejnym rozdziale.

¹³ Według analizy spółki Morningstar w minionych dwóch dekadach przeciętny, ważony aktywami wskaźnik kosztów (*expense ratio*) obniżył się z prawie 1% do 0,64% (M. Rawson, B. Johnson, 2015 *Fee Study: Investors Are Driving Expense Ratios Down*, Morningstar, 2015, s. 1–2).

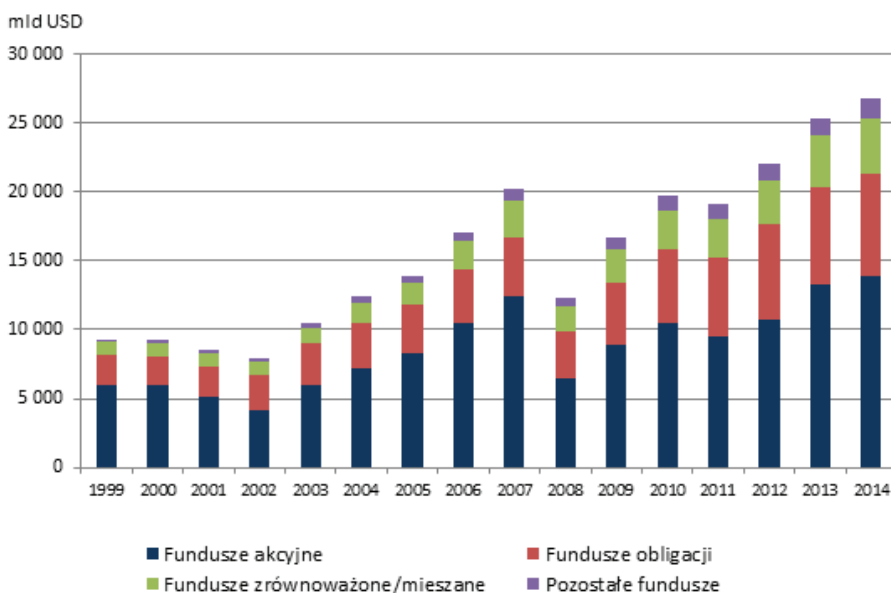
¹⁴ Według badań Cremersa, Ferreiry, Matosa i Starksa na rynkach, gdzie dobrze rozwinięta jest oferta funduszy indeksowych, istnieje silna presja konkurencyjna na fundusze zarządzane aktywnie, co wymusza na nich obniżanie pobieranych opłat (M. Cremers, M. A. Ferreira, P. P. Matos, L. T. Starks, *Indexing and Active Funds Management: International Evidence*, Working Paper No. 2558724, Darden Business School, s. 29).

¹⁵ Dane dotyczące aktywów netto, sprzedaży netto i liczby funduszy w końcu 2014 r. pochodzą z 46 państw; w przypadku wcześniejszych lat liczba krajów uwzględnianych w tych statystykach była nieco mniejsza.

netto kapitału¹⁶. Choć turbulencje na rynkach finansowych (w szczególności na rynku instrumentów udziałowych), które miały miejsce w tym okresie, znalazły odzwierciedlenie w spadku aktywów w latach 2000–2002, 2008 i 2011, nie zmieniły one długoterminowej tendencji wzrostowej.

W stosunkowo nieznacznym stopniu zmieniła się natomiast struktura rynku funduszy. W minionych 15 latach największe wahania zanotowały fundusze akcyjne, których udział w rynku dynamicznie rósł w okresach hossy na rynku akcji (zwłaszcza w latach 2003–2007), jednak w całym analizowanym okresie ich pozycja spadła (udział w aktywach zmniejszył się o 12 pkt. proc. do 52%). Pozostałe kategorie funduszy zyskały w tym okresie na znaczeniu – udział funduszy obligacji zwiększył się o 5 pkt. proc. do 28% (choć i w ich przypadku można było zaobserwować istotne wahania), funduszy zrównoważonych/mieszanych o 5 pkt. proc. do 15%, a pozostałych grup funduszy o 4 pkt. proc. do 6%¹⁷.

Rysunek 3.1. Wartość aktywów netto długoterminowych funduszy inwestycyjnych w podziale na rodzaje na świecie w latach 1999–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA.

¹⁶ Dane na temat napływu netto kapitału do funduszy długoterminowych zostaną zaprezentowane w dalszej części rozdziału.

¹⁷ Suma udziałów nie równa się 100% ze względu na zaokrąglenia.

Dość istotnie zwiększyła się w minionych 15 latach oferta funduszy długoterminowych – w końcu 2014 r. funkcjonowało na świecie 73,4 tys. tego typu podmiotów, czyli o 28,5 tys. (63%) więcej niż w 1999 r. Największą reprezentację posiadają fundusze akcyjne (29,4 tys.), co stanowi 40% ogólnej liczby funduszy długoterminowych. Drugą pod względem liczebności kategorią są fundusze zrównoważone/mieszane (18,9 tys., 26%), trzecią fundusze obligacji (15,8 tys., 22%), natomiast funduszy zaliczonych do kategorii „pozostałe fundusze” jest 9,4 tys. (13%). Warto jednak podkreślić, iż ta ostatnia kategoria w analizowanym okresie zanotowała zdecydowanie największą dynamikę wzrostu (ponad 1430%), co wynikało zarówno z efektu niskiej bazy (w 1999 r. było ich tylko nieco ponad 600), jak też z wyraźnego dążenia firm asset management do różnicowania swojej oferty i tworzenia niestandardowych typów funduszy.

Struktura geograficzna rynku funduszy długoterminowych na świecie (uwzględniając wartość zarządzanych aktywów w końcu 2014 r.) jest zbliżona do tej, która występuje na rynku FRP. Według danych IIFA największym rynkiem tych instytucji finansowych jest rynek amerykański, choć jego dominacja nie jest tak wyraźna jak w przypadku FRP (46,5% aktywów ogółem). Drugim regionem, w którym fundusze zgromadziły największe aktywa, jest Europa (35,8%). Na rynku europejskim najważniejszymi doliczonymi (miejscami, w których rejestrowane są fundusze) są Luksemburg (9,9%), Niemcy (5,7%), Irlandia (5,0%), Francja (4,9%) oraz Wielka Brytania (4,4%); w przypadku Luksemburga i Irlandii są to głównie fundusze transgraniczne (*cross-border funds*) jedynie rejestrowane na tych terytoriach, lecz dystrybuowane w oparciu o zasadę jednolitego paszportu w innych krajach europejskich i pozaeuropejskich (tylko fundusze podlegające Dyrektywie UCITS). W pozostałych regionach świata dominującą rolę odgrywają takie państwa jak Australia (4,9%), Japonia (3,6%), Kanada (3,0%) i Brazylia (2,9%).

Dynamiczny wzrost aktywów i liczby funduszy, zwłaszcza w ostatnich kilkunastu latach, stał się udziałem nie tylko tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, ale także funduszy hedgingowych oraz funduszy ETF. Fundusze hedgingowe, choć funkcjonują w ramach międzynarodowego systemu finansowego już blisko 70 lat¹⁸, dopiero od lat 90. minionego stulecia zaczęły wyraźnie zyskiwać na znaczeniu w skali globalnej,

¹⁸ W literaturze przedmiotu zazwyczaj podaje się, że pierwszy fundusz o takim charakterze został założony przez Alfreda W. Jonesa w Stanach Zjednoczonych w 1949 r., choć nie brakuje także dowodów na to, iż geneza rynku tych funduszy sięga lat 20. i 30. XX w. Więcej informacji na ten temat: K. Perez, *op. cit.* s. 178–180.

co wiązało się przede wszystkim z intensywnym wzrostem wartości zarządzanych przez nie aktywów oraz ich rosnącą liczebnością. O ile jeszcze w 1990 r. funkcjonowało 530 funduszy hedgingowych o aktywach wynoszących ok. 39 mld USD, to w 2000 r. działało już ponad 3,3 tys. tych podmiotów zarządzających kapitałem o wartości 491 mld USD, zaś w 2010 r. prawie 7,2 tys. tych funduszy dysponowało aktywami o wartości 1,92 mld USD¹⁹. Choć wzrost aktywów nie był równomierny (istotny spadek wartości aktywów i liczby funduszy miał miejsce zwłaszcza w 2008 r.), to w dłuższej perspektywie rynek tych podmiotów systematycznie rozwijał się. Głównymi determinantami tego rozwoju były czynniki ekonomiczne (głównie mikroekonomiczne – m.in. atrakcyjne wyniki inwestycyjne i słaba korelacja stóp zwrotu z tradycyjnymi instrumentami finansowymi umożliwiającą efektywną dywersyfikację portfela inwestycyjnego), prawno-podatkowe (rozwój regulacji prawnych wpływający m.in. na zwiększoną ochronę praw inwestorów oraz większą przejrzystość ich funkcjonowania) oraz społeczno-psychologiczne (rosnąca skłonność do podejmowania ryzyka, coraz większa wiedza nt. funkcjonowania tych podmiotów)²⁰. Wzrost ten był kontynuowany także w bieżącej dekadzie – według danych Hedge Fund Research (HFR) w I kwartale 2015 r. najwyższa w historii liczba 10,15 tys. funduszy hedgingowych zarządzała aktywami o rekordowej wartości 2,94 bln USD²¹.

Znacznie krócej funkcjonują na MRF fundusze ETF – pierwszy taki podmiot rozpoczął działalność zaledwie ćwierć wieku temu²². Choć początkowo dynamika rozwoju ETF-ów była bardzo niewielka (w 1995 r. na świecie działały zaledwie 4 ETF-y o aktywach w wysokości 2,3 mld USD, zaś pięć lat później na giełdach obecne były 92 fundusze zarządzające aktywami o wartości 74 mld USD²³), ostatnie 10 lat było okresem ogromnego wzrostu popularności tych podmiotów. W 2005 r. na globalnym rynku finansowym funkcjonowało 451 ETF-ów z aktywami na poziomie 417 mld USD, natomiast w 2010 r. było ich już 2,47 tys. a ich aktywa sięgały 1,3 bln USD, natomiast w połowie 2015 r. w 4,18 tys. funduszach

¹⁹ Dane pochodzą z serwisu Hedge Fund Research (HFR). Nie obejmują one funduszy funduszy hedgingowych.

²⁰ K. Perez, *op. cit.* s. 305–309.

²¹ S. Herbst-Bayliss, *Record number of hedge funds now operating around the world: HFR*, 19.06.2015, (<http://www.reuters.com/article/2015/06/19/us-hedgefunds-launches-idUSKBN0OZ1KF20150619>, dostęp: 6.10.2015 r.).

²² Był to fundusz Toronto 35 Index Participation Units, który w marcu 1990 r. zadebiutował na giełdzie w Toronto (Toronto Stock Exchange – TSX).

²³ *ETF Landscape. Industry Review from BlackRock. Year End 2009*, BlackRock 2010, s. 9.

ETF ulokowano ogółem 2,83 bln USD. Emitowane przez nie tytuły uczestnictwa są notowane na 60 platformach obrotu na całym świecie (najwięcej w Stanach Zjednoczonych i w Europie), zaś ich dostawcami (*providers*) jest 227 instytucji finansowych²⁴. Najważniejszą determinantą rozwoju tych z reguły pasywnie zarządzanych podmiotów w skali globalnej były przede wszystkim ich wyniki inwestycyjne, które w ostatnich latach okazywały się często znacznie lepsze od konkurencyjnych funduszy aktywnie zarządzanych (to samo było także powodem rosnącej popularności funduszy indeksowych)²⁵; istotną rolę odegrały także takie czynniki jak: niskie koszty uczestnictwa (w porównaniu z tradycyjnymi, aktywnie zarządzanymi funduszami), wysoka elastyczność (notowanie na giełdach papierów wartościowych) oraz coraz bogatsza i bardziej zróżnicowana oferta.

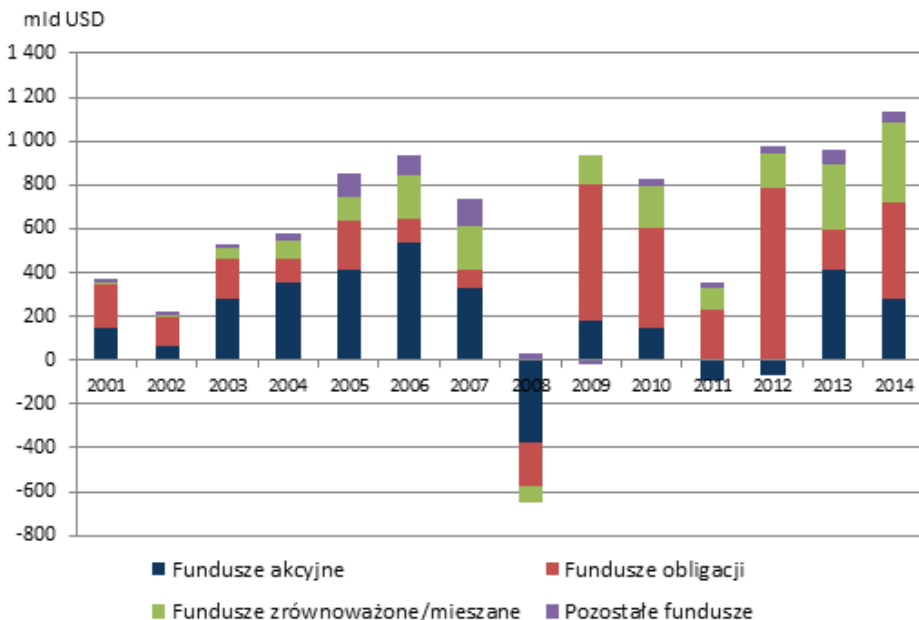
Wysoka dodatnia sprzedaż netto długoterminowych funduszy inwestycyjnych w ostatnich 15 latach dowodzi ogromnej popularności tej formy lokowania środków finansowych. W tym okresie tylko raz (w 2008 r. podczas apogeum kryzysu finansowego) łączne saldo wpłat i wypłat do funduszy było ujemne (przede wszystkim z uwagi na odpływ kapitału z funduszy akcyjnych i obligacji), natomiast w pozostałych latach było dodatnie i wynosiło z reguły od 500 mld USD do 1 bln USD (jedynie w latach 2001–02 było nieco niższe, natomiast w 2014 r. osiągnęło rekordową wartość +1,14 bln USD). Przed kryzysem finansowym najwięcej nowego kapitału netto trafiało do funduszy akcyjnych, co wynikało przede wszystkim z ich atrakcyjnych wyników inwestycyjnych podczas hossy panującej w latach 2003–2007 na rynkach akcji w większości państw świata. Po 2008 roku zdecydowaną przewagę pod tym względem uzyskały fundusze obligacji (a w latach 2013–14 znaczącą sprzedażą mogły pochwalic się także fundusze zrównoważone/mieszane), co było spowodowane relatywnie wysokimi stopami zwrotu generowanymi przez instrumenty finansowe o stałym dochodzie w obliczu spadających stóp procentowych niemal na całym świecie oraz rosnącą awersją do ryzyka po kryzysie. Ogółem w latach 2001–2015 sprzedaż netto funduszy długoterminowych wyniosła +8,62 bln USD, w tym 3,55 bln USD trafiło do funduszy obligacji,

²⁴ *ETFGI Monthly Newsletter. June 2015*, ETFGI 2015, s. 3.

²⁵ Według raportu SPIVA opracowanego przez S&P Dow Jones Indices w okresie 10-letnim zakończonym w 2014 r. aż 76,5% funduszy akcyjnych rynku amerykańskiego w USA nie zdołało osiągnąć stopy zwrotu wyższej od benchmarku. W Europie w analogicznym badaniu dla okresu 5-letniego wskaźnik ten wyniósł aż 81,5%. Biorąc zatem pod uwagę ten fakt, można założyć, iż większość pasywnie zarządzanych ETF-ów (odzwzorowujących indeksy) osiągnęła w tym okresie wyższe stopy zwrotu od ich konkurentów stosujących aktywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym.

2,61 bln USD do funduszy akcji, 1,82 bln USD do funduszy zrównoważonych/mieszanych, zaś 0,63 bln USD do pozostałych funduszy.

Rysunek 3.2. Sprzedaż netto długoterminowych funduszy inwestycyjnych w podziale na rodzaje na świecie w latach 2001–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA.

Przez większą część obecnego stulecia dodatnie napływy kapitału notowały również fundusze hedgingowe oraz fundusze ETF. W przypadku tych pierwszych, według danych HFR, łączny napływ netto kapitału w latach 1999–2015 wyniósł 752 mld USD. Jedynie dwukrotnie – w 2008 i 2009 r. wystąpiła przewaga odkupień nad nabyciami – w wysokości (odpowiednio) 154,4 i 131,2 mld USD. W pozostałych latach miał miejsce dodatni napływ netto środków finansowych do funduszy hedgingowych – największy zanotowano w 2007 r. (194,5 mld USD) i w 2006 r. (126,5 mld USD). Z kolei napływ kapitału netto do funduszy ETF i instrumentów typu ETP (dane dla obu tych grup instrumentów finansowych są podawane łącznie) w latach 2005–2014 sięgnął, według danych BlackRock i ETFGI, aż 1976 mld USD. Najwięcej nowego kapitału trafiło do nich w 2014 r. (340 mld USD) oraz w latach 2008 i 2012 (odpowiednio 272 i 265 mld USD), natomiast najmniej w 2005 r. (65 mld USD).

Zjawisko rosnących aktywów długoterminowych funduszy inwestycyjnych wpisuje się w obserwowany od pewnego czasu na MRF trend polegający na stopniowym rezygnowaniu z samodzielnych, bezpośrednich inwestycji na rynkach akcji przez inwestorów indywidualnych (gospodarstwa domowe) na rzecz powierzenia oszczędności i delegowania decyzji inwestycyjnych pośrednikom finansowym. Znaczącą (o ile nie kluczową) rolę w tym procesie odgrywają właśnie fundusze długoterminowe. Potwierdzają to m.in. dane ICI i Federal Reserve Board, według których w latach 1990–2012 amerykańskie gospodarstwa domowe zredukowały swoje bezpośrednie zaangażowanie na rynku akcji łącznie o 6,1 bln USD, podczas gdy w tym samym czasie ich inwestycje w tytuły uczestnictwa zarejestrowanych funduszy długoterminowych zwiększyły się o 6,5 bln USD; podobne zjawisko można też, zdaniem EBC, obserwować w Europie²⁶. Mimo wysokiej dynamiki wzrostu aktywów, ich udział w aktywach globalnego rynku akcji i obligacji pozostaje w ostatnich latach na relatywnie stałym poziomie. Według danych ICI Global w końcu 2012 r. relacja aktywów netto funduszy długoterminowych na świecie (22,0 bln USD) do całkowitej wartości akcji i obligacji w skali globalnej (151,6 bln USD) wynosiła 14,5%, czyli była porównywalna ze stanem sprzed kryzysu finansowego (w latach 2005–2007 wskaźnik ten wahał się między 14,0% a 14,4%), natomiast istotnie wzrosła w stosunku do okresu kryzysu (w 2008 r. wynosiła 10,5%)²⁷.

Biorąc jednak pod uwagę dłuższą perspektywę czasową pozycja funduszy inwestycyjnych na MRF niewątpliwie wykazuje tendencję rosnącą. W przypadku europejskiego rynku akcji – zgodnie z danymi European Savings Institute i INSEAD OEE Data Services – udział funduszy inwestycyjnych i innych pośredników finansowych²⁸ w akcjonariacie spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych w Unii Europejskiej zwiększył się z 6–8% w drugiej połowie lat 70. i w latach 80. do 9–12% w latach 90-tych i do 21% w 2012 r. W rezultacie podmioty te stały się drugim najważniejszym inwestorem na rynku akcji w Europie, za inwestorami zagranicznymi²⁹.

²⁶ L. C. Plantier, *Globalisation and the Global Growth of Long-Term Mutual Funds*, "ICI Global Research Perspective", March 2014, vol. 1, no. 1, s. 14.

²⁷ Ibidem, s. 18.

²⁸ Kategoria ta obejmuje fundusze krajowe (*domestic funds*), tzw. *round-trip funds* (fundusze luksemburskie lub irlandzkie dystrybuowane przez krajowych pośredników finansowych klientom w krajach pochodzenia tych pośredników) oraz paneuropejskie fundusze zarejestrowane w Luksemburgu i Irlandii.

²⁹ D. Davydoff, D. Fano, L. Qin, *op. cit.*, s. 26–28, 86.

Nieco inaczej wygląda rola regulowanych funduszy inwestycyjnych na rynkach wschodzących (*emerging markets*). Choć w ujęciu wartościowym ich inwestycje na rynkach kapitałowych tych krajów w ostatnich 10 latach (2005–2014) istotnie wzrosły (w przypadku rynków akcji wartość inwestycji funduszy wzrosła z nieco ponad 200 mld USD do prawie 1,4 bln USD, natomiast w przypadku rynków obligacji odnotowano wzrost z poziomu 32 mld USD do 526 mld USD), to ich znaczenie wzrosło nieznacznie i wciąż kształtuje się na relatywnie niskim poziomie. Według danych ICI Global udział ich inwestycji w akcje w całkowitej rynkowej kapitalizacji wschodzących rynków akcji w latach 2009–2013 zwiększył się nieznacznie (z 6,7% do 8,5%), natomiast w przypadku rynków obligacji analogiczny wskaźnik zwiększył się z 1,4% do 4,3%. Powyższe dane nie do końca jednak oddają rzeczywiste znaczenie funduszy na rynkach kapitałowych krajów należących do *emerging markets*, gdyż ze względów prawnych i instytucjonalnych znacząca część papierów wartościowych emitowanych przez podmioty z tych państw nie jest przedmiotem handlu na giełdach i/lub nie może być nabywana przez zagranicznych inwestorów. Uwzględniając zatem ten fakt i przyjmując do obliczeń jedynie walory znajdujące się w wolnym obrocie (*free float*) udział funduszy na rynkach obligacji państw wschodzących w 2013 r. zwiększa się automatycznie do ok. 17 procent³⁰.

Fundusze inwestycyjne odgrywają również stosunkowo niewielką rolę na międzynarodowym rynku walutowym. Według danych Banku Rozrachunków Międzynarodowych z 2013 r. udział inwestorów instytucjonalnych³¹ w transakcjach walutowych dokonywanych przez dealerów ogółem wyniósł 11 procent. Największy udział tych podmiotów odnotowano na rynku brytyjskim i amerykańskim (14%), zaś biorąc pod uwagę rodzaj instrumentu największą rolę inwestorzy ci odgrywali na rynku transakcji forward (19% ogółu tego typu transakcji). Ich stosunkowo niewielkie znaczenie na rynku walutowym wynika z faktu, iż wykorzystują instrumenty tego rynku jedynie jako produkt uboczny równoważenia portfeli swoich głównych aktywów (*core assets*), czyli akcji i/lub obligacji. Stąd właśnie ich relatywnie duże znaczenie na rynku kontraktów forward, które to transakcje są wykorzystywane przez nie głównie w celu zabezpieczenia portfeli zagranicznych obligacji (w mniejszym stopniu portfeli akcji). Zarządzanie ekspozycją walutową jest jednak na ogół pasywne (polega

³⁰ L. C. Plantier, *Regulated Funds, Emerging Markets, and Financial Stability*, "ICI Global Research Perspective", April 2015, vol. 2, no. 1, s. 7–10.

³¹ Do tej kategorii, obok funduszy inwestycyjnych, BIS zalicza również fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe.

jedynie na okresowym *reset a hedge*), choć może przybierać także bardziej aktywną formę przypominającą strategię funduszy hedgingowych³².

Te ostatnie podmioty, wraz z firmami handlującymi na własny rachunek (*proprietary trading firms*), mimo iż zarządzają znacznie mniejszymi aktywami niż tradycyjne fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe, mają – według danych BIS – identyczny udział w transakcjach walutowych dokonywanych przez dealerów ogółem jak ww. podmioty. One również są aktywne przede wszystkim na rynku brytyjskim i amerykańskim (16% udział), jednak najczęściej wykorzystują opcje walutowe (21%). Instrumenty te w dogodny sposób pozwalają im bowiem na stosowanie dźwigni. Ponadto niektóre z bardziej aktywnych funduszy hedgingowych i firm handlujących na własny rachunek specjalizują się w handlu algorytmicznym (*algorithmic trading*) i handlu wysokich częstotliwości (*high frequency trading* – HFT) na rynku spotowym, stąd też ich relatywnie duże znaczenie (w relacji do posiadanych aktywów) na rynku transakcji natychmiastowych (14%) i transakcji forward (17%)³³.

Fundusze inwestycyjne o charakterze długoterminowym – podobnie jak FRP – emitują (zbywają) tytuły uczestnictwa reprezentujące prawa majątkowe przysługujące ich uczestnikom (określane zazwyczaj jako *shares* lub *units*). W zależności od podstawy prawnej emisji mogą mieć one charakter zbywalny lub niezbywalny. Fundusze mogą również, o ile zezwala na to prawo, emitować (w określonej wysokości w stosunku do posiadanych aktywów) papiery wartościowe (obligacje) w celu pozyskania kapitału.

Pytania kontrolne

1. Proszę zaprezentować podstawowe rodzaje funduszy inwestycyjnych niebędących funduszami rynku pieniężnego.
2. Proszę scharakteryzować rozwój funduszy inwestycyjnych niebędących funduszami rynku pieniężnego na świecie (w tym także funduszy hedgingowych i funduszy ETF) w ostatnich latach i jego determinanty.
3. Proszę omówić strukturę rynku funduszy inwestycyjnych niebędących funduszami rynku pieniężnego na świecie.

³² *International banking and financial markets developments*, "BIS Quarterly Review", December 2013, s. 31–32.

³³ *Ibidem*.

ROZDZIAŁ 4

INSTYTUCJE UBEZPIECZENIOWE I FUNDUSZE EMERYTALNE

4.1. Instytucje ubezpieczeniowe

Instytucja ubezpieczeniowa (zakład ubezpieczeń, towarzystwo ubezpieczeniowe) jest instytucją finansową świadczącą usługę ubezpieczeniową polegającą na tym, iż podmiot pragnący uzyskać ochronę ubezpieczeniową¹ przed różnego typu szkodami, czyli ubezpieczający (może być nim podmiot gospodarczy, osoba fizyczna lub inne podmioty) w zamian za określoną cenę (opłaconą składkę ubezpieczeniową) otrzymuje obietnicę pokrycia ewentualnych szkód, które mogą pojawić się w wyniku zajścia określonego, niekorzystnego zdarzenia (wypadku). Firma świadcząca tego rodzaju usługi przyjmuje na siebie ryzyko pokrycia skutków finansowych takiego zdarzenia i zapewnia z góry określoną kompensatę jego negatywnych następstw². Dochodzi w ten sposób do transferu (przeniesienia) ryzyka z ubezpieczonego (podmiotu, którego mienie, życie lub zdrowie jest przedmiotem ubezpieczenia) na instytucję ubezpieczeniową. Występuje tu jednocześnie mechanizm dzielenia się ryzykiem (*pooling of risk*), którego istotą jest wspólne ponoszenie przez wszystkich uczestników kosztów szkód (poprzez opłacane składki) zaistniałych jedynie u niektórych z nich³.

Składka ubezpieczeniowa jest zobowiązaniem ubezpieczającego wobec instytucji ubezpieczeniowej za udzieloną ochronę w okresie ubezpieczenia. Jest ona z reguły płacona z góry, przed wystąpieniem zdarzenia ubezpieczeniowego (jest to tzw. system składki stałej). Z punktu widzenia ubezpieczającego jest to zatem cena nabywanej przez niego usługi, natomiast dla ubezpieczyciela jest głównym źródłem pozyskania

¹ Ochrona ubezpieczeniowa to zdolność i gotowość ubezpieczyciela do wypłaty należnych odszkodowań lub świadczeń w momencie zaistnienia zdarzenia ubezpieczeniowego.

² B. Hadyniak, T. Szumlicz, *Ubezpieczenie jako urządzenie finansowe*, [w:] *Ubezpieczenia. Podręcznik akademicki*, red. J. Handschke, J. Monkiewicz, Poltext, Warszawa 2010, s. 45–46.

³ Ibidem, s. 48.

środków pieniężnych koniecznych dla zapewnienia ochrony ubezpieczeniowej (stanowi ona od 70% do 90% tych środków). Pozostałymi źródłami finansowania ochrony ubezpieczeniowej są wpływy z dokonywanych lokat (od 10% do 25%, wyższy odsetek występuje w przypadku ubezpieczeń długoterminowych) oraz wpływy z regresów (od 1% do 5%, dotyczą one wyłącznie ubezpieczeń majątkowych)⁴.

Większość środków finansowych pochodzących przede wszystkim ze składek, a częściowo również z dokonywanych przez instytucję ubezpieczeniową lokat, zasila fundusz ubezpieczeniowy; pozostałe środki przeznaczane są na środki własne ubezpieczyciela. Fundusz ubezpieczeniowy jest tworzony z rezerw techniczno-ubezpieczeniowych netto⁵, czyli z sumy rezerw wyliczonej dla ryzyk zachowanych przez ubezpieczyciela (na udziale własnym)⁶. Środki finansowe znajdujące się w funduszu ubezpieczeniowym są inwestowane na rynku finansowym w taki sposób, aby z jednej strony zoptymalizować stopę zwrotu przy założonym poziomie ryzyka, z drugiej zaś zapewnić ich płynność. Działalność inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych powinna zatem umożliwiać pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych adekwatnymi aktywami oraz zapewnić właściwą dywersyfikację dokonywanych lokat. Zasadniczo inwestycje te dokonywane są zgodnie z zasadą „ostrożnego inwestora” jedynie w takie aktywa i instrumenty finansowe, których ryzyka można monitorować, którymi można odpowiednio zarządzać i je kontrolować. Priorytetem jest zatem zapewnienie bezpieczeństwa i płynności portfela inwestycyjnego, stąd też głównym przedmiotem lokat instytucji ubezpieczeniowych są instrumenty i aktywa charakteryzujące się relatywnie niskim poziomem ryzyka (przede wszystkim instrumenty dłużne) oraz takie, dla których występuje płynny rynek wtórny. Z kolei dywersyfikacja lokat powinna ograniczyć ryzyko związane z zbyt wysokim uzależnieniem od jednego rodzaju aktywów, jednego emitenta lub określonej grupy emitentów lub określonego obszaru geograficznego. Gdy zasady te nie są zachowywane ubezpieczyciel naraża się na nadmierną koncentrację ryzyka⁷.

⁴ J. Monkiewicz, *Podstawy ubezpieczeń. T. I – Mechanizmy i funkcje*, Poltext, Warszawa 2000, s. 102–103.

⁵ Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe to rezerwy tworzone przez ubezpieczycieli przeznaczone na pokrycie bieżących i przyszłych zobowiązań wynikających z zawartych umów ubezpieczeniowych.

⁶ B. Hadyniak, T. Szumlicz, *op. cit.*, s. 64.

⁷ L. Gąsioriewicz, *Gospodarka finansowa przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego*, [w:] *Ubezpieczenia. Podręcznik akademicki*, red. J. Handschke, J. Monkiewicz, Poltext, Warszawa 2010, s. 228, 257–258.

Choć zachowanie wartości zainwestowanych środków finansowych jest przede wszystkim istotnym czynnikiem gwarantującym utrzymanie wypłacalności instytucji ubezpieczeniowych (wypłaty świadczeń i odszkodowań), to jednak dążenie do osiągnięcia tego celu poprzez prowadzenie dość konserwatywnej polityki inwestycyjnej (czemu sprzyjają także odpowiednie regulacje prawne⁸) powoduje równocześnie, iż mają one zasadniczo pozytywny wpływ na koniunkturę panującą na MRF i są uważane za podmioty stabilizujące sytuację w wielu segmentach rynku finansowego. Zmniejszając amplitudę wahań koniunkturalnych poprawiają klimat inwestowania na rynku finansowym i obniżają występujące na nim ryzyko. Ponieważ zasoby instrumentów finansowych będących w posiadaniu ubezpieczycieli dynamicznie rosną i osiągnęły już ogromną skalę⁹, wzrasta także udział ich inwestycji, które sprzyjają stabilizacji. Pozytywny wpływ ma także to, iż strumień lokat przez nich dokonywanych jest na ogół względnie stabilny i długoterminowy (np. w porównaniu z funduszami inwestycyjnymi), co wynika z samej natury prowadzonej przez nich działalności (zwłaszcza w przypadku ubezpieczeń na życie, gdzie składki ubezpieczeniowe są zwykle systematycznie opłacane przez długi okres). Wyjątkiem od tej reguły są najczęściej sytuacje, w których dochodzi do zdarzeń katastrofalnych o dużych rozmiarach (susze, powodzie, huragany) będących z reguły skutkami ocieplania się klimatu na Ziemi. Wówczas konieczność wypłaty w stosunkowo krótkim terminie odszkodowań o dużej wartości sprawia, iż rynek finansowy może odczuć istotny odpływ środków finansowych¹⁰. Ubezpieczyciele mogą jednak reasekurować się przed nadmiernymi stratami wynikającymi z katastroficznych zjawisk pogodowych (za wyjątkiem trzęsień ziemi) – albo poprzez umowy z towarzystwami reasekuracyjnymi, albo przez sekurytyzację ryzyka (głównie poprzez sprzedaż obligacji katastroficznych)¹¹.

Mimo iż na drugi plan schodzi w tej sytuacji rentowność dokonywanych lokat, to jednak także i ten parametr odgrywa dość istotną rolę w działalności inwestycyjnej. Instytucje ubezpieczeniowe są bowiem

⁸ Zasady obowiązujące ubezpieczycieli i fundusze emerytalne w zakresie ich polityki inwestycyjnej w krajach należących do OECD oraz w wybranych państwach spoza tej organizacji są szczegółowo opisane w: *Regulations of insurance company and pension fund investment. OECD report to G20 finance ministers and central bank governors*, OECD, September 2015.

⁹ Więcej na ten temat w dalszej części niniejszego podrozdziału.

¹⁰ A. Sopoćko, *Wpływ firm ubezpieczeniowych na rynek kapitałowy*, „Studia Ekonomiczne” nr 3 (LXVI) 2010, s. 287–302.

¹¹ A. Sopoćko, *Innowacje sektora ubezpieczeń na rynku kapitałowym*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 2/2009, s. 17–26.

podmiotami prywatnymi (z reguły spółkami publicznymi, których akcje są notowane na giełdzie), których akcjonariusze wymagają od nich – analogicznie jak w przypadku np. innych instytucji finansowych – realizacji określonych celów finansowych i ekonomicznych. Znajdują się one zatem także pod presją uzyskania satysfakcjonujących stóp zwrotu z inwestycji, gdyż wskutek tego mogą w przyszłości obniżyć poziom cen usług i poprawić swoją konkurencyjność (a w rezultacie zwiększyć udział w rynku) i/lub podnieść własną rentowność (a tym samym poprawić atrakcyjność inwestycyjną dla obecnych i przyszłych akcjonariuszy)¹².

Choć przedstawione powyżej ogólne zalecenia dotyczące działalności inwestycyjnej dotyczą generalnie wszystkich ubezpieczycieli, to jednak z uwagi na odmienny charakter działalności instytucji oferujących ubezpieczenia na życie i przedsiębiorstw ubezpieczeń pozostałych osobowych i majątkowych¹³ pewne akcenty dotyczące dokonywanych przez nie lokat (zwłaszcza w zakresie ich struktury czasowej) rozłożone są nieco inaczej. W przypadku podmiotów zajmujących się ubezpieczeniami na życie składka ubezpieczeniowa jest inwestowana w długim (często nawet kilkudziesięcioletnim) horyzoncie czasowym, stąd też w ich portfelach dominują średnio- i długoterminowe papiery wartościowe, głównie obligacje skarbowe, natomiast stosunkowo niewielki odsetek stanowią instrumenty krótkoterminowe. Ponieważ ubezpieczyciele ci mogą z relatywnie dużą precyzją określić zarówno wysokość, jak i termin wypłacanych świadczeń, dlatego też mogą planować długoterminowe inwestycje oraz względnie niewielką część portfela inwestycyjnego przeznaczyć na środki o wysokim stopniu płynności. Z kolei w instytucjach świadczących usługi ubezpieczeniowe w zakresie ubezpieczeń pozostałych osobowych i majątkowych główny nacisk położony jest na płynność dokonywanych lokat, gdyż znacząca część ich zobowiązań jest wypłacana w ciągu roku. Z tego względu podmioty te muszą mieć zapewniony niemal natychmiastowy dostęp do środków finansowych w przypadku wzrostu kosztów funkcjonowania, bądź wystąpienia wzmożonej szkodowości (z uwagi na charakter ubezpieczonego ryzyka stosunkowo trudno jest oszacować wysokość przyszłych wypłat i ich terminy). W rezultacie inwestują one *gros* środków finansowych w bardzo płynne instrumenty o relatywnie krótkim terminie zapadalności (do 1 roku), natomiast niewielką część ich portfela stanowią długoterminowe inwestycje¹⁴.

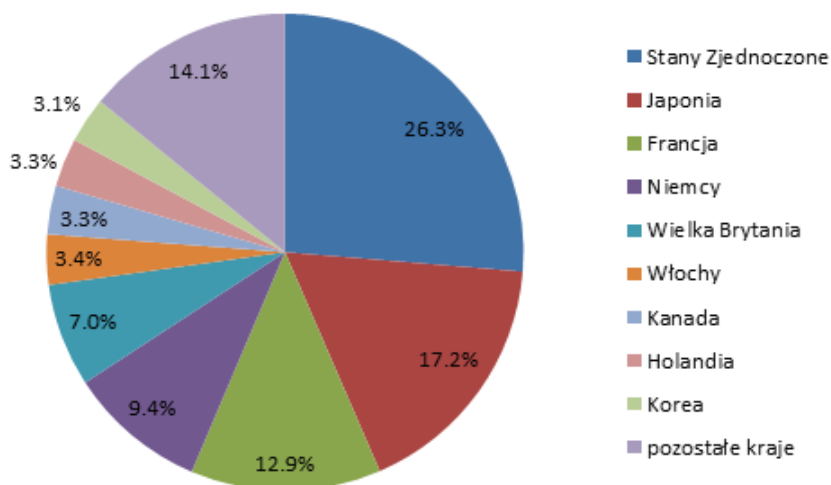
¹² J. Monkiewicz, *Ubezpieczenia na rynku finansowym*, [w:] *Ubezpieczenia. Podręcznik akademicki*, red. J. Handschke, J. Monkiewicz, Poltext, Warszawa 2010, s. 355.

¹³ Rodzaje tych ubezpieczeń zostały opisane w rozdziale 1.

¹⁴ L. Gąsioriewicz, *op. cit.*, s. 231.

Według danych zgromadzonych przez OECD¹⁵ całkowita wartość inwestycji firm zajmujących się ubezpieczeniami bezpośrednimi (*direct insurers*) (dane te nie obejmują inwestycji firm reasekuracyjnych), za wyjątkiem aktywów powiązanych z produktami unit-linked, w 33 analizowanych państwach należących do tej organizacji wyniosła na koniec 2013 r. 18,9 bln USD¹⁶. Największą wartość portfela inwestycyjnego odnotowano w Stanach Zjednoczonych (4,98 bln USD – 26,3%), Japonii (3,24 bln USD – 17,2%) oraz we Francji (2,45 bln USD – 12,9%); znaczące inwestycje cechowały także firmy ubezpieczeniowe z Niemiec (1,78 bln USD – 9,4%) oraz Wielkiej Brytanii (1,33 bln USD – 7,0%)¹⁷.

Rysunek 4.1. Struktura rynku instytucji ubezpieczeniowych na świecie w końcu 2013 r. pod względem wartości portfela inwestycyjnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD.

¹⁵ OECD zbiera i analizuje dane na temat różnych aspektów funkcjonowania rynku ubezpieczeniowego od 1982 r. Dane te pochodzą od oficjalnych organów w krajach OECD i obejmują m.in. takie informacje jak: liczba firm ubezpieczeniowych i ich pracowników, wartość składek ubezpieczeniowych (*insurance premiums*) oraz inwestycje firm ubezpieczeniowych. Zakres gromadzonych danych obejmuje także wartość wypłat odszkodowań brutto (*gross claims payments*), kosztów operacyjnych brutto i prowizji.

¹⁶ Brak danych dla Czech. Dane dla Holandii na koniec 2012 r. a dla Japonii na koniec 2011 r. (nie uwzględniają pożyczek hipotecznych i innych inwestycji).

¹⁷ Obliczenia własne na podstawie: *OECD Insurance Statistics 2014*, OECD Publishing 2015, s. 49–51, *OECD Insurance Statistics 2013*, OECD Publishing 2014, s. 47–49 i *OECD Insurance Statistics 2012*, OECD Publishing 2013, s. 43–45.

W portfelach inwestycyjnych firm ubezpieczeniowych ogółem w większości analizowanych przez tę instytucję państw¹⁸ dominują obligacje – zjawisko to jest widoczne we wszystkich trzech segmentach rynku ubezpieczeniowego (ubezpieczenia na życie, ubezpieczenia majątkowe, ubezpieczenia mieszane)¹⁹. Są to przede wszystkim obligacje emitowane przez podmioty sektora publicznego (głównie przez rządy i jego agencje), natomiast w niewielkim stopniu przedmiotem lokat zakładów ubezpieczeń są obligacje podmiotów sektora prywatnego (głównie obligacje przedsiębiorstw)²⁰. Inwestycje w papiery o stałym dochodzie pozwalają na lepsze dopasowanie aktywów i długoterminowych zobowiązań (szczególnie w przypadku firm ubezpieczeniowych na życie z długoterminowym horyzontem prowadzonej działalności ubezpieczeniowej) oraz zwiększają płynność ubezpieczycieli²¹.

Portfel inwestycyjny firm ubezpieczeń na życie²² w większości państw jest zdominowany przez obligacje. W 2013 r. w 7 państwach (Urugwaj, Węgry, Izrael, Włochy, Meksyk, Słowacja, Turcja) na te instrumenty dłużne przypadło ponad 85% łącznej sumy inwestycji, zaś w kolejnych sześciu (Kolumbia, Francja, Peru, Portugalia, Puerto Rico, Hiszpania) ponad 75%. W większości pozostałych analizowanych państw ponad 50% ich portfela inwestycyjnego było ulokowanych w obligacjach – jedynie w dziewięciu (Niemcy, Dania, Holandia, Finlandia, Łotwa, Indonezja, RPA, Salvador i Panama) wskaźnik ten był niższy niż 50%. W niektórych państwach stosunkowo dużą część środków finansowych podmioty te ulokowały w akcjach – dotyczyło to w szczególności takich krajów jak Panama, Dania i RPA (ponad 50%) oraz Islandia, Indonezja, Łotwa, Singapur, Słowenia

¹⁸ Dane dotyczące struktury portfeli inwestycyjnych firm ubezpieczeniowych obejmują 45 państw – w tym gronie znalazły się 32 kraje należące do OECD, 8 państw z Ameryki Łacińskiej oraz 5 krajów z pozostałych regionów świata.

¹⁹ Do 2008 r. OECD uwzględniała w swoich statystykach dwie kategorie działalności ubezpieczeniowej: życiową i majątkową. Od 2009 r. wyróżnia trzy typy działalności ubezpieczeniowej: wyłącznie życiową (*pure life*), wyłącznie majątkową (*pure non-life*) i mieszaną (*composite*); ta ostatnia dzieli się dalej na życiową i majątkową. W niektórych krajach prawo nie zezwala firmom ubezpieczeniowym na podejmowanie działalności jednocześnie w ramach ubezpieczeń życiowych i majątkowych, stąd też tam firmy należące do trzeciej z ww. kategorii nie występują.

²⁰ Na marginesie warto również dodać, iż według danych OECD stosunkowo niewielka część środków firm ubezpieczeniowych jest inwestowana także w nieruchomości.

²¹ *Global Insurance Market Trends 2014*, OECD, 2014, s. 20.

²² Dane dotyczące struktury portfeli inwestycyjnych nie uwzględniają aktywów związanych z produktami typu unit-linked, w przypadku których ryzyko w całości ponosi ubezpieczony.

i Szwecja (ponad 20%)²³. W wielu krajach znaczący udział w inwestycjach stanowią instrumenty zaliczone do kategorii „inne aktywa” (głównie są to tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych), jednak z uwagi na brak bliższych informacji na ten temat trudno wnioskować na temat charakteru tych inwestycji. W czterech państwach (Salwador, Niemcy, Holandia, Finlandia) odpowiadały one za ponad 50 proc. portfela inwestycyjnego, a w kolejnych dziewięciu za ponad 30 proc.²⁴.

W przypadku firm zajmujących się ubezpieczeniami majątkowymi struktura portfela inwestycyjnego jest zbliżona do struktury inwestycji firm oferujących ubezpieczenia na życie. Podmioty tego rodzaju lokują zdecydowaną większość środków finansowych w obligacje – w siedmiu krajach udział ten przekraczał 75% (Kanada, Kolumbia, Włochy, Meksyk, Paragwaj, Puerto Rico, Turcja), na Węgrzech był zbliżony do 90%, a w Urugwaju wyniósł 100%. W sumie w ponad połowie analizowanych państw ponad 50% portfela tej grupy zakładów ubezpieczeń stanowiły obligacje, jedynie w trzech krajach (Indonezja, RPA, Salwador) te dłużne papiery wartościowe odpowiadały za mniej niż 20 proc. portfela. Inwestycje w akcje nie były preferowane przez ten typ firm ubezpieczeniowych – w większości państw ich udział w portfelu nie przekraczał 20 procent, jedynie w siedmiu państwach mieścił się w granicach 20–30% (Francja, Stany Zjednoczone, Norwegia, Dania, Islandia, RPA, Singapur), a w czterech kolejnych przekraczał 30% (Szwecja, Finlandia, Austria i Indonezja). Podobnie jak w przypadku firm prowadzących ubezpieczenia na życie, także i w przypadku tej grupy ubezpieczycieli w wielu państwach znaczący udział w inwestycjach posiadały instrumenty zakwalifikowane do kategorii „inne aktywa” – w 10 państwach wskaźnik ten wynosił ponad 50% (najwyższy – ponad 60% – odnotowano w Salwadorze i RPA).

Bardzo podobną strukturę portfela inwestycyjnego posiadają ubezpieczyciele zaliczani do trzeciej kategorii – ubezpieczeń mieszanych. Również w ich wypadku najwięcej środków jest inwestowane w obligacje – w $\frac{3}{4}$ (21) spośród 28 analizowanych przez OECD państw udział obligacji wynosił ponad 60%, w tym w czterech (Słowacja, Węgry, Paragwaj, Urugwaj) przekraczał 80%. Akcje stanowiły z reguły znikomą część portfeli tych podmiotów – tylko w ośmiu państwach zainwestowano w nie ponad 10 proc. portfela (najwięcej w Panamie – 43% i Wielkiej Brytanii – 26%). Zróżnicowany udział w portfelach posiadały „inne aktywa” – od kilku procent do nawet ponad 60% (Salwador, Nikaragua).

²³ W przypadku inwestycji w akcje w niektórych krajach znacząca część środków jest lokowana w te instrumenty za pośrednictwem akcyjnych funduszy inwestycyjnych.

²⁴ *Global Insurance...*, s. 20–21.

Inwestycje firm ubezpieczeniowych w obligacje kierowane są przede wszystkim na rynek obligacji sektora publicznego. Spośród 38 przeanalizowanych przez OECD pod tym względem państw w około 2/3 ponad połowę portfela obligacyjnego stanowiły właśnie obligacje tego typu (najwyższy udział odnotowano na Węgrzech, w Turcji i Urugwaju). Z kolei w takich krajach jak Chile, Norwegia, Paragwaj i Puerto Rico odnotowano najwyższy odsetek inwestycji w obligacje wyemitowane przez podmioty prywatne w całym portfelu obligacyjnym. Wśród państw należących do OECD w Czechach, na Węgrzech, we Włoszech, Japonii, Meksyku, Słowacji, Turcji i Stanach Zjednoczonych ponad połowa ich całego portfela była ulokowana w obligacje sektora publicznego; w państwach tych alokacja środków finansowych w ten typ papierów dłużnych była większa niż w obligacje sektora prywatnego²⁵.

Instytucje oferujące ubezpieczenia na życie oraz fundusze emerytalne²⁶ odgrywają kluczową rolę nie tylko w zapewnianiu bezpieczeństwa ekonomicznego dla gospodarstw domowych, ale także są obok funduszy inwestycyjnych najważniejszymi inwestorami instytucjonalnymi (zarządzają znacznie większymi aktywami niż fundusze hedgingowe, czy państwowe fundusze majątkowe) oraz odgrywają istotną rolę na globalnym rynku długu, w szczególności jako główni dostawcy długoterminowego finansowania dla banków i innych sektorów gospodarki. Znaczenie obu instytucji finansowych w systemie finansowym²⁷ różni się jednak w poszczególnych państwach należących do OECD. W przypadku firm ubezpieczeń na życie najniższy wskaźnik (ok. 1%) odnotowany został m.in. w Stanach Zjednoczonych (głównie z uwagi na ogromną skalę tamtejszego systemu finansowego), Australii, Meksyku, czy Hiszpanii. Z kolei największe znaczenie sektor ubezpieczeń na życie odgrywa w Japonii, Niemczech (ok. 10%), Danii, Norwegii, Szwecji i Wielkiej Brytanii (12–17%)²⁸. Różnice pomiędzy krajami wynikają z uwarunkowań historycznych, kulturowych, prawnych i ekonomicznych. Ponieważ jednak

²⁵ Ibidem, s. 25.

²⁶ Z uwagi na zbliżony charakter prowadzonej działalności (w tym także o charakterze inwestycyjnym) wiele instytucji w swoich raportach (m.in. BIS, IODS i OEE) opisuje często łącznie znaczenie tych instytucji dla całego systemu finansowego lub jego segmentu.

²⁷ Znaczenie to odzwierciedla stosunek całkowitych inwestycji tych instytucji finansowych do całkowitej wartości aktywów finansowych w systemie finansowym (suma wartości depozytów bankowych, kapitalizacji rynku akcji i obligacji). Prezentowane dane dotyczą stanu na koniec 2009 r.

²⁸ Analogiczne dane dla funduszy emerytalnych zostaną przedstawione w kolejnym podrozdziale.

z reguły przepisy prawne lub zwyczaje faworyzują jeden sposób gromadzenia oszczędności emerytalnych względem drugiego, wskazana jest ocena łącznego znaczenia tych instytucji w systemie finansowym. Pokazuje ona, że największą rolę podmioty te odgrywają w Wielkiej Brytanii i w Holandii (odpowiednio 29 i 26%), krajach skandynawskich i Szwajcarii, a najmniejszą w Grecji, Hiszpanii, Austrii i Turcji²⁹.

Analiza zaangażowania firm ubezpieczeń na życie i funduszy emerytalnych na rynku instrumentów finansowych o stałym dochodzie wskazuje, iż wartość znajdujących się w ich portfelach inwestycyjnych obligacji i bonów (także pośrednio – poprzez inwestycje w wyspecjalizowane fundusze inwestycyjne) stanowi często znaczący procent całkowitej kapitalizacji danego rynku instrumentów dłużnych. Najwyższy wskaźnik – ponad 40% – można zaobserwować w Szwajcarii, Holandii i krajach skandynawskich. Relatywnie duże znaczenie (ponad 30%) instytucje te mają także na rynku długu w Kanadzie i Wielkiej Brytanii, natomiast na innych dużych rynkach wskaźnik ten oscyluje wokół 10% (Francja, Niemcy, Stany Zjednoczone)³⁰.

W strukturze akcjonariatu spółek znajdujących się w obrocie na giełdach papierów wartościowych w Unii Europejskiej instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne w 2012 r. posiadały udział na poziomie 8%, co lokowało je dopiero na piątym miejscu wśród największych grup inwestorów (przed bankami i instytucjami sektora publicznego). Nieco wyższy wskaźnik podmioty te posiadały w połowie lat 70., po czym do początku lat 90. wzrósł on do blisko 30 procent (28%). W dwóch kolejnych dekadach jednak systematycznie zmniejszał się (jeszcze w 2000 r. wynosił 17%, ale już w 2009 r. 10%) osiągając w 2012 r. najniższą wartość w historii badań. Trend spadkowy był spowodowany zmianami w alokacji aktywów, które niekorzystnie wpływały na zaangażowanie tych instytucji finansowych na rynku akcji. Głównymi przyczynami tego zjawiska było: skrócenie czasu trwania ich zobowiązań (wynikające ze starzenia się członków funduszy), co spowodowało wzrost zainteresowania mniej ryzykownymi aktywami, wprowadzenie nowych zasad rachunkowości i zapowiedź wprowadzenia nowej dyrektywy Wyłącalność 2 (Solvency 2) w przypadku instytucji ubezpieczeniowych, a także zmiana postrzegania ryzyka przez interesariuszy (reprezentantów pracodawców i pracowników) skutkująca stopniowym zmniejszaniem inwestycji w akcje (zwłaszcza po kryzysie finansowym)³¹.

²⁹ *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, "CGFS Papers", no. 44, Bank for International Settlements, July 2011, s. 4–5.

³⁰ *Ibidem*, s. 6.

³¹ D. Davydoff, D. Fano, L. Qin, *op. cit.*, s. 30–31, 86.

Instytucje ubezpieczeniowe mogą występować na MRF także w roli emitentów papierów wartościowych lub instrumentów finansowych. Podobnie jak każdy podmiot gospodarczy działający w formie spółki akcyjnej, mogą emitować akcje w celu podwyższenia kapitału własnego, mogą również zaciągnąć dług poprzez emisję papierów dłużnych. Emisje tych papierów wartościowych nie mają jednak na ogół większego znaczenia, gdyż z założenia głównym źródłem pozyskiwania środków przez te podmioty są składki. Instytucje ubezpieczeniowe mogą natomiast emitować także własne, specyficzne instrumenty finansowe. Należą do nich:

- papiery wartościowe rynku ubezpieczeń (*insurance-linked securities, ILS*) – są to instrumenty wykorzystywane w sekurytyzacji ubezpieczeniowej, takie jak np.: obligacje katastroficzne (*catastrophic bonds, CATs*), warranty strat sektora (*industry loss warranties*), obligacje temperaturowe, obligacje ubezpieczeń kredytów handlowych (*trade credit securitization*) i obligacje finansowania kosztów akwizycji ubezpieczeń na życie;
- warunkowe struktury kapitałowe (*contingent capital securities*) – instrumenty finansowe stosowane nie do transferu ryzyka, lecz do jego finansowania, w postaci warunkowego instrumentu dłużnego (*contingent debt*) lub warunkowego instrumentu właścicielskiego (*contingent equity*);
- pochodne ubezpieczeniowe (*insurance derivatives*) – instrumenty pochodne, których wartość zależy od wartości określonego indeksu ubezpieczeniowego, takie jak np. swapy reasekuracji katastroficznej, czyste swapy katastroficzne, derywaty pogodowe, derywaty kredytowe³².

4.2. Fundusze emerytalne

Fundusz emerytalny (*pension fund*) jest instytucjonalną³³ formą gromadzenia środków finansowych klientów indywidualnych, którego celem jest zebranie odpowiedniego kapitału na starość³⁴. Choć odgrywa istotną rolę przede wszystkim w procesach przekształcania oszczędności

³² J. Monkiewicz, *Ubezpieczenia na rynku...*, s. 361–371.

³³ W praktyce fundusze emerytalne funkcjonują na świecie zarówno jako osoby prawne, jak też mogą być wyodrębnioną masą majątkową.

³⁴ W. Dębski, *Fundusze emerytalne*, [w:] *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, red. F. Chybalski, C H. Beck, Warszawa 2009, s. 35.

emerytalnych w majątek finansowy, który jest wykorzystywany do wypłaty świadczeń emerytalnych, samo gromadzenie kapitału od członków nie wyczerpuje zakresu jego obowiązków. Docelowym zadaniem funduszy emerytalnych jest bowiem zapewnienie finansowego zabezpieczenia członkom po osiągnięciu wieku emerytalnego – cel ten wymusza zatem, aby lokowały one powierzone im środki finansowe w taki sposób, aby powiększały majątek w ujęciu netto (tj. po uwzględnieniu kosztów operacyjnych oraz właściwego dyskonta, stanowiącego rekompensatę ponoszonego ryzyka inwestycyjnego)³⁵.

Mimo iż jeszcze kilka dekad temu ich znaczenie było znikome, zmiany ustrojowe, społeczne, gospodarcze i demograficzne, do jakich doszło na świecie w ostatnich kilkudziesięciu latach sprawiły, iż obecnie – z uwagi na wartość zarządzanych aktywów, a w konsekwencji na udział w niektórych segmentach rynku finansowego (głównie rynku skarbowych papierów dłużnych) – fundusze emerytalne stały się jednymi z najważniejszych instytucji finansowych na MRF. Co więcej – ich rola zapewne będzie nadal rosła przede wszystkim z uwagi na niewydolność państwowych systemów emerytalnych³⁶ w wielu krajach (zwłaszcza rozwiniętych), które – ze względów historycznych – mają wciąż charakter repartycyjny³⁷ cechujący się relatywnie niewielką efektywnością. Brak realnej możliwości zwiększenia nakładów emerytalnych przez państwo, przy jednoczesnych coraz poważniejszych wyzwaniach demograficznych związanych ze starzeniem się społeczeństw (już nie tylko wysoko rozwiniętych krajów zachodnioeuropejskich, ale także niektórych państw rozwijających się) implikuje konieczność reformowania systemów zabezpieczenia społecznego w kierunku zwiększenia roli systemów kapitałowych³⁸, których głównym elementem są właśnie fundusze emerytalne.

³⁵ K. P. Ambachtsheer, D. D. Ezra, *Fundusze emerytalne. Jak efektywnie pomnażać majątek ich członków*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001, s. 24.

³⁶ System repartycyjny (*pay-as-you-go*, PAYG), czyli system umowy pokoleniowej, jest oparty na solidaryzmie międzypokoleniowym polegającym na tym, iż składki pobierane obecnie od uczestników systemu (głównie pracowników) są przeznaczane na wypłatę bieżących emerytur (nie są inwestowane), natomiast przyszłe składki będą wykorzystywane na wypłatę emerytur w przyszłości.

³⁷ System emerytalny (system zabezpieczenia emerytalnego) można zdefiniować jako system, który – na podstawie przyjętych rozwiązań prawnych i instytucjonalnych – określa zasady gromadzenia oszczędności emerytalnych, ich pomnażania oraz dokonywania wypłat świadczeń emerytalnych.

³⁸ System kapitałowy (*fully funded*) zakłada, że składki emerytalne osób pracujących są inwestowane najczęściej przez wyspecjalizowane podmioty – fundusze emerytalne. W praktyce obok systemu kapitałowego i repartycyjnego funkcjonuje często system

Omówienie znaczenia, jakie odgrywają współcześnie fundusze emerytalne na globalnym rynku finansowym oraz najważniejszych zmian, do których doszło w ich polityce inwestycyjnej w ostatniej dekadzie, wymaga jednak najpierw krótkiej charakterystyki choćby podstawowych pojęć związanych z funkcjonowaniem systemów emerytalnych i funduszy emerytalnych. Systemy emerytalne stały się bowiem w ostatnich latach coraz bardziej rozbudowane i różnorodne biorąc pod uwagę m.in. takie kwestie jak metody finansowania zabezpieczenia emerytalnego, sposoby kalkulacji świadczeń emerytalnych, rozwiązania dotyczące powszechności uczestnictwa w jego warstwach, czy też podmioty tworzące te warstwy i oferujące produkty emerytalne. W rezultacie klasyfikowanie zarówno systemów emerytalnych, jak i funkcjonujących w ich ramach podmiotów (w tym funduszy emerytalnych) jest obecnie skomplikowanym procesem wymagającym bardzo dobrej znajomości różnorodnych aspektów ich funkcjonowania (w szczególności w skali międzynarodowej)³⁹.

Zgodnie z klasyfikacją prywatnych emerytur opracowaną przez OECD podstawowym pojęciem związanym z produktami emerytalnymi jest plan (program) emerytalny (*pension plan*), przez który należy rozumieć prawnie wiążącą umowę posiadającą wyraźny cel emerytalny lub – w celu zapewnienia warunków związanych z opodatkowaniem lub postanowień umowy – korzyści, które nie mogą być wypłacone w ogóle lub bez znaczącej kary, chyba że beneficjent jest starszy niż prawnie określony wiek emerytalny. Plany te mogą mieć charakter publiczny lub prywatny. Publiczne plany emerytalne (*pension public plans*) obejmują ustawowe programy ubezpieczeń społecznych (i im podobne) administrowane przez instytucje rządowe i samorządowe, tj. władze centralne, regionalne, lokalne oraz inne podmioty sektora publicznego, takie jak instytucje zabezpieczenia społecznego. Działają one zazwyczaj na zasadzie repartycyjnej, choć w niektórych krajach OECD występuje częściowe finansowanie publicznych zobowiązań emerytalnych, bądź są one zastępowane przez prywatne plany emerytalne. Z kolei prywatny plan emerytalny (*private pension plan*) to plan zarządzany przez inny podmiot niż ww. instytucje. Może być administrowany bezpośrednio przez prywatnego pracodawcę działającego w roli sponsora planu (*plan sponsor*), przez prywatny fundusz emerytalny, bądź przez dostawcę sektora prywatnego. Plany te mogą uzupełniać publiczne

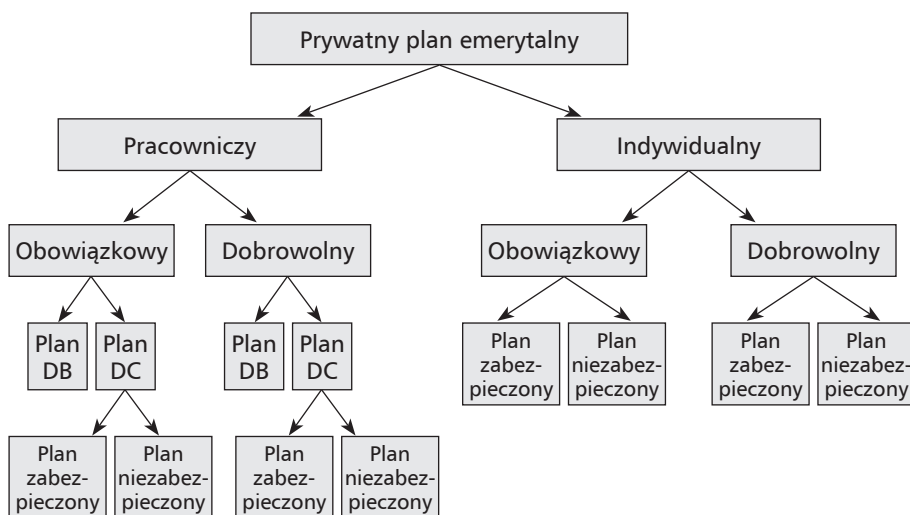
mieszany – repartycyjno-kapitałowy – który łączy elementy obu ww. systemów, dzięki czemu możliwe jest ograniczanie ryzyka wynikającego z wad tych systemów.

³⁹ F. Chybalski, *Istota i rodzaje systemów emerytalnych*, [w:] *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, red. F. Chybalski, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 13.

plany emerytalne lub je zastępować. W niektórych państwach mogą one obejmować plany dla pracowników sektora publicznego⁴⁰.

Uwzględniając perspektywę funkcjonalną w ramach prywatnych planów emerytalnych można wyróżnić pracownicze i indywidualne plany emerytalne (schemat 4.1). Pracownicze plany emerytalne (*occupational pension plans*) mogą być tworzone przez pracodawców, ich grupy (np. stowarzyszenia branżowe) oraz przez stowarzyszenia zawodowe, wspólnie lub oddzielnie. Dostęp do tego rodzaju planów jest związany z zatrudnieniem, bądź z profesjonalnym związkiem między członkiem planu a podmiotem, który go tworzy (sponsorem). Plan taki może być administrowany bezpośrednio przez sponsora lub przez niezależny podmiot – fundusz emerytalny lub instytucję finansową pełniącą rolę dostawcy emerytalnego (*pension provider*)⁴¹.

Schemat 4.1. Klasyfikacja prywatnych planów emerytalnych – ujęcie funkcjonalne



Źródło: *Private Pensions. OECD Classification and Glossary*, OECD Publishing, Paris 2005, s. 15.

⁴⁰ *Private Pensions. OECD Classification and Glossary*, OECD Publishing, Paris 2005, s. 12.

⁴¹ W krajach Unii Europejskiej przepisy prawne regulujące funkcjonowanie podmiotów oferujących pracownicze programy emerytalne są określone w Dyrektywie IORPs, czyli Dyrektywie 2003/41/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 3 czerwca 2003 r. w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (*Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs)*).

Plany pracownicze mogą mieć charakter obowiązkowy lub dobrowolny. W przypadku planów obowiązkowych (*mandatory plans*) uczestnictwo jest, zgodnie z przepisami prawa, obligatoryjne dla pracodawców. Muszą oni utworzyć plan (i dokonywać do niego wpłat), do którego muszą przystąpić także pracownicy. Plany emerytalne są również uznawane za obowiązkowe w sytuacji, gdy pracodawcy są zobowiązani do zaoferowania pracownikom pracowniczego planu emerytalnego, natomiast członkostwo tych ostatnich jest dobrowolne. Z kolei utworzenie planów dobrowolnych (*voluntary plans*) jest dobrowolne dla pracodawców. W niektórych państwach pracodawcy mogą w sposób dobrowolny tworzyć plany pracownicze zapewniające ich uczestnikom korzyści, które choć częściowo zastąpią te, które oferuje system ubezpieczeń społecznych. Plany te są traktowane jako dobrowolne, choć pracodawcy muszą kontynuować sponsorowanie tych planów, aby być zwolnionym (przynajmniej częściowo) ze składek na ubezpieczenie społeczne⁴².

Indywidualne plany emerytalne (*personal pension plans*) są tworzone i administrowane bezpośrednio przez fundusz emerytalny lub instytucję finansową działającą w charakterze dostawcy emerytalnego, bez udziału pracodawców; uczestnictwo w nich nie musi być związane ze stosunkiem pracy (w przypadku niektórych planów uczestnictwo może być jednak ograniczone). Członkowie takich planów samodzielnie podejmują wszelkie decyzje związane z uczestnictwem w planie, choć pracodawcy mogą wpłacać do takich planów składki. W przypadku planów obowiązkowych osoby fizyczne muszą obligatoryjnie w nich uczestniczyć, bądź też plany takie są uprawnione do otrzymywania obowiązkowych składek emerytalnych. Składki emerytalne muszą być wpłacane albo do z góry określonego wariantu planu lub do jednego z dostępnych wariantów. W planach dobrowolnych osoby fizyczne nie są zobowiązane do uczestnictwa w nich. Mogą to być jednak także takie plany, w których członkostwo jest obligatoryjne, gdy uczestnicy zdecydowali się zastąpić część swoich świadczeń socjalnych tymi pochodzącymi z indywidualnych planów emerytalnych⁴³.

Zarówno obowiązkowe, jak i dobrowolne pracownicze plany emerytalne⁴⁴ mogą funkcjonować – biorąc pod uwagę metodę kalkulacji świadczeń – jako plany o zdefiniowanej składce lub o zdefiniowanym

⁴² Ibidem, s. 12–13.

⁴³ Ibidem, s. 13.

⁴⁴ Dotyczy to nie tylko prywatnych planów emerytalnych, ale także publicznego systemu emerytalnego.

świadczeniu⁴⁵. Plany emerytalne o zdefiniowanej składce (*defined contribution (DC) pension plans*) (zwane dalej w skrócie planami DC) to plany, w których sponsor planu płaci składki w określonej wysokości (jako procent wynagrodzenia) i nie ma ani prawnego, ani zwyczajowego obowiązku zapłaty dodatkowych składek w przypadku niekorzystnej sytuacji finansowej. Ich zaletą jest większa przewidywalność wysokości składki emerytalnej oraz względna odporność na bezpośredni wpływ niekorzystnych zmian demograficznych. Plany te nie dają natomiast gwarancji wypłaty świadczeń ich uczestnikom w określonej wysokości, zwłaszcza w czasie turbulencji na rynkach finansowych (co można było obserwować ostatnio podczas kryzysu finansowego), w szczególności wówczas, gdy relatywnie duża część środków jest inwestowana w ryzykowne aktywa. Wysokość świadczeń emerytalnych jest w planach DC zależna od czterech czynników: długości okresu składkowego i wieku przejścia na emeryturę, poziomu wpłacanych składek, kosztów zarządzania planem oraz stosowanych strategii inwestycyjnych. W odniesieniu do ostatniego czynnika warto zauważyć, iż plany te oferują zazwyczaj członkom wiele różnorodnych możliwości inwestycyjnych – od konserwatywnych do agresywnych – co jednak niejednokrotnie zamiast być zaletą stwarza członkom problem z wyborem takiej strategii, która najbardziej odpowiada ich bieżącej sytuacji i poziomowi akceptacji ryzyka. Ponieważ wiele osób nie jest w stanie lub nie chce podejmować tego rodzaju decyzji, w ofercie planów znajdują domyślne opcje inwestycyjne dla tego rodzaju członków; są one często regulowane zwłaszcza w tych krajach, gdzie plany DC są obowiązkowe. Dość powszechnie przyjmuje się, że domyślną strategią inwestycyjną powinna być w takiej sytuacji jedna z odmian strategii cyklu życia (*life-cycle strategy*), która zakłada zmniejszanie ekspozycji członków planu na ryzyko wraz z postępującym procesem ich starzenia (nie ma jednak konsensusu odnośnie do np. konkretnego poziomu zaangażowania w aktywa ryzykowne w określonym wieku)⁴⁶.

Z kolei plany emerytalne o zdefiniowanym świadczeniu (*defined benefit (DB) pension plans*) (zwane dalej w skrócie planami DB) to pozostałe rodzaje planów – mogą one występować w następujących formach:

⁴⁵ Podejście to jest zgodne z międzynarodowymi standardami rachunkowości opracowanymi przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (*International Accounting Standards Board – IASB*).

⁴⁶ P. Antolin, S. Payet, J. Yermo, *Assesing Default Investment Strategies in Defined Contribution Pension Plans*, "OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions", no. 2 (2010), OECD Publishing, s. 7.

- tradycyjne plany DB – wysokość świadczenia emerytalnego ich członków jest powiązana z takimi czynnikami jak wysokość wynagrodzenia, długość stażu pracy, itp.;
- hybrydowe plany DB – korzyści członków planu zależą od stopy zwrotu należnej uczestnikom – stopa zwrotu jest albo określona w regulaminie planu i jest niezależna od rzeczywistej stopy zwrotu aktywów finansowych (może być stała, indeksowana względem benchmarku lub powiązana z wysokością wynagrodzenia lub tempem wzrostu zysku), bądź jest obliczana w odniesieniu do rzeczywistej stopy zwrotu i minimalnej gwarantowanej stopy zwrotu określonej w regulaminie planu;
- mieszane plany DB – posiadają dwa oddzielne elementy DB i DC, które są traktowane jako część tego samego planu⁴⁷.

Podstawową zaletą planów DB jest większa przewidywalność wysokości świadczenia emerytalnego, natomiast główną wadą jest wrażliwość na procesy demograficzne (starzenie się społeczeństw) i wynikająca stąd konieczność zwiększania wysokości składek emerytalnych w celu utrzymania świadczeń na ustalonym wcześniej poziomie⁴⁸. Z tego względu na świecie w ciągu trzech ostatnich dekad można obserwować stopniowe odchodzenie od tego typu planów (w przypadku prywatnego sektora emerytalnego) na rzecz planów DC i planów o charakterze hybrydowym łączących wybrane cechy planów DB i DC.

Z punktu widzenia funduszu emerytalnego lub dostawcy emerytalnego indywidualne plany emerytalne oraz pracownicze plany typu DC mogą mieć charakter niezabezpieczony lub zabezpieczony. Cechą planów niezabezpieczonych (*unprotected plans*) jest to, że plan (fundusz)/dostawca emerytalny nie oferuje żadnej stopy zwrotu z inwestycji, ani nie gwarantuje określonych korzyści dotyczących całego planu (funduszu). Plany nieposiadające ww. cech klasyfikowane są jako plany zabezpieczone (*protected plans*). Gwarancje lub obietnice mogą być w tym przypadku oferowane przez sam plan emerytalny (fundusz) lub dostawcę planu (np. odroczone renty, gwarantowana stopa zwrotu)⁴⁹.

Według OECD z instytucjonalnego punktu widzenia, które uwzględnia kryterium sposobu finansowania, plany emerytalne mogą przyjąć postać kapitałowych planów emerytalnych, rezerw w księgach lub niekapitałowych planów emerytalnych (schemat 4.2.)⁵⁰. Kapitałowe plany

⁴⁷ *Private Pensions...*, s. 14.

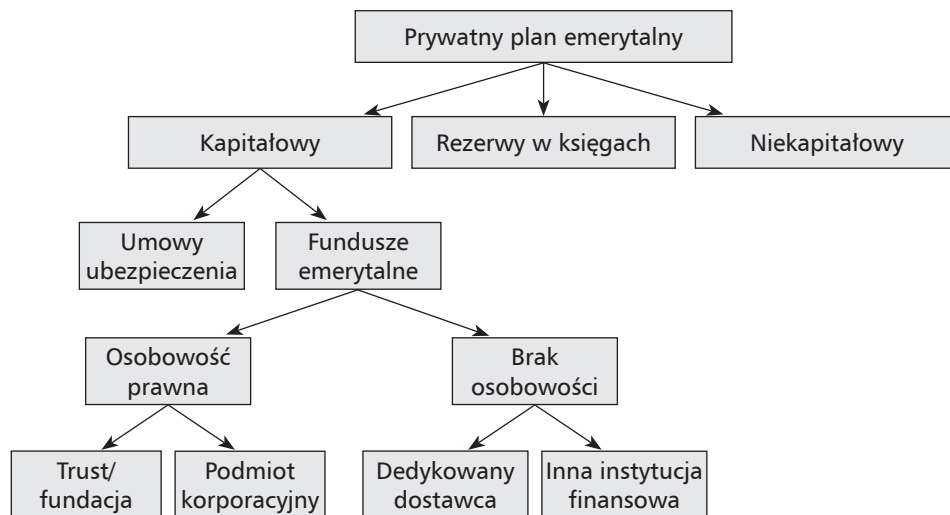
⁴⁸ F. Chybalski, *op. cit.*, s. 16.

⁴⁹ *Private Pensions...*, s. 14–15.

⁵⁰ Dwie ostatnie formy instytucjonalne planów emerytalnych nie będą omawiane.

emerytalne (*funded pension plans*) to plany pracownicze lub indywidualne, które gromadzą dedykowane im aktywa dla pokrycia zobowiązań. Aktywa te są przypisane do planu na mocy prawa lub umowy, a ich wykorzystanie jest możliwe wyłącznie w celu wypłaty świadczeń emerytalnych.

Schemat 4.2. Klasyfikacja prywatnych planów emerytalnych – ujęcie instytucjonalne



Źródło: *Private Pensions. OECD Classification and Glossary*, OECD Publishing, Paris 2005, s. 19.

Kapitałowe plany emerytalne mogą mieć formę funduszy emerytalnych lub umów ubezpieczenia emerytalnego. Fundusz emerytalny stanowi pulę aktywów tworzącą niezależną osobę prawną, które są nabywane ze składek wpłacanych do planu emerytalnego w ściśle określonym celu, którym jest finansowanie świadczeń emerytalnych. Z kolei umowa ubezpieczenia emerytalnego (*pension insurance contract*) to umowa ubezpieczeniowa, która określa wysokość składek wpłacanych przez członków do instytucji ubezpieczeniowej, w zamian za które będą im wypłacane świadczenia po osiągnięciu wieku emerytalnego (lub wcześniej na określonych zasadach). Większość państw ogranicza możliwość tworzenia kapitałowych planów emerytalnych do funduszy emerytalnych.

Fundusze emerytalne mogą funkcjonować albo jako spółki celowe posiadające osobowość prawną – w tej sytuacji działają w formie prawnej trustu lub fundacji bądź podmiotu korporacyjnego – albo prawnie

wydzielonego funduszu bez osobowości prawnej, zarządzanego przez dedykowanego dostawcę (spółkę zarządzającą funduszem emerytalnym) lub inną instytucję finansową działającą w interesie członków funduszu⁵¹.

Zgodnie z klasyfikacją OECD dotyczącą prywatnych emerytur, świadczenia tego rodzaju na świecie są oferowane i zarządzane w kilku formach: funduszy emerytalnych (autonomicznych), rezerw w księgach pracodawców (nieautonomicznych), umów ubezpieczenia emerytalnego (oferowanych przez instytucje ubezpieczeniowe) oraz funduszy zarządzanych przez banki i spółki inwestycyjne. W państwach wchodzących w skład OECD fundusze emerytalne są najważniejszym wehikułem finansowania prywatnych planów emerytalnych – zarządzane przez nie aktywa wynosiły w końcu 2014 r. 25,2 bln USD, co stanowiło 66,8% ogółu prywatnych aktywów emerytalnych⁵². Tylko w kilku krajach (np. Danii, Francji, Korei i Szwecji) fundusze emerytalne ustępują pod względem udziału w prywatnych aktywach emerytalnych instytucjom ubezpieczeniowym. Z kolei wśród 31 przeanalizowanych przez OECD państw należących do tej organizacji fundusze emerytalne są zdecydowanie najpopularniejszym sposobem finansowania prywatnych emerytur – jedynie na Łotwie i Mauritiusie dominują inne formy finansowania⁵³.

Według danych OECD dotyczących autonomicznych funduszy emerytalnych w państwach będących członkami OECD⁵⁴, całkowite aktywa tych instytucji finansowych (wyrażone w dolarach amerykańskich⁵⁵) w końcu 2014 r. po raz pierwszy w historii przekroczyły poziom 25 bln USD

⁵¹ *Private Pensions...*, s. 15–19.

⁵² Drugą pod względem znaczenia kategorią były fundusze zarządzane przez banki i spółki inwestycyjne (7,9 bln USD, 21,0%), trzecią pozycję zajmowały umowy ubezpieczenia emerytalnego (4,4 bln USD, 11,6%), natomiast najmniejszą rolę odgrywały rezerwy znajdujące się w posiadaniu pracodawców (0,2 bln USD, 0,6%).

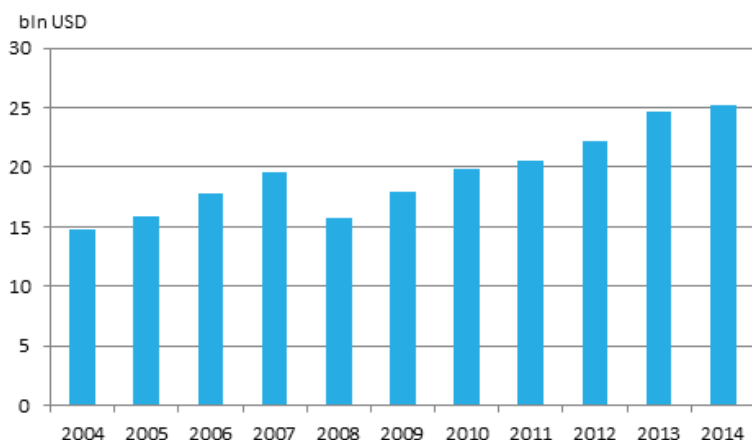
⁵³ *Pension Markets in Focus 2015*, OECD Publishing 2015, s. 7–8.

⁵⁴ Analiza ta uwzględnia wszystkie typy planów emerytalnych zarządzanych przez fundusze emerytalne: pracownicze, prywatne, o zdefiniowanym świadczeniu i o zdefiniowanej składce.

⁵⁵ Dane publikowane przez OECD dotyczące funduszy emerytalnych są wyrażane w tej właśnie walucie, co oznacza, że wpływ np. na wartość ich aktywów mają również wahania kursów walut. Dobrym tego przykładem są dane za rok 2014, kiedy to na skutek aprecjacji dolara amerykańskiego względem innych walut (zwłaszcza wobec euro) wzrost aktywów tych podmiotów był relatywnie niewielki (wyniósł jedynie 2,5%). Przykładowo aktywa funduszy emerytalnych w 10 krajach wchodzących w skład strefy euro zwiększyły się w 2014 r. o 10,4% (przy obliczeniach dokonywanych w euro), natomiast spadły o 2,8% (przy obliczeniach dokonywanych w USD). Przeciwna sytuacja miała natomiast miejsce w 2007 r. – wówczas na skutek deprecjacji dolara

osiągając wartość 25,2 bln USD (por. wykres 4.2). W latach 2004–2014 aktywa te systematycznie zwiększały swoją wartość – średni roczny wzrost wyniósł w tym okresie 5,5%. Wyjątkiem był jedynie rok 2008, kiedy to na skutek kryzysu finansowego zmniejszyły się one o blisko 20 proc.

Rysunek 4.2. Aktywa funduszy emerytalnych w krajach OECD w latach 2004–2014

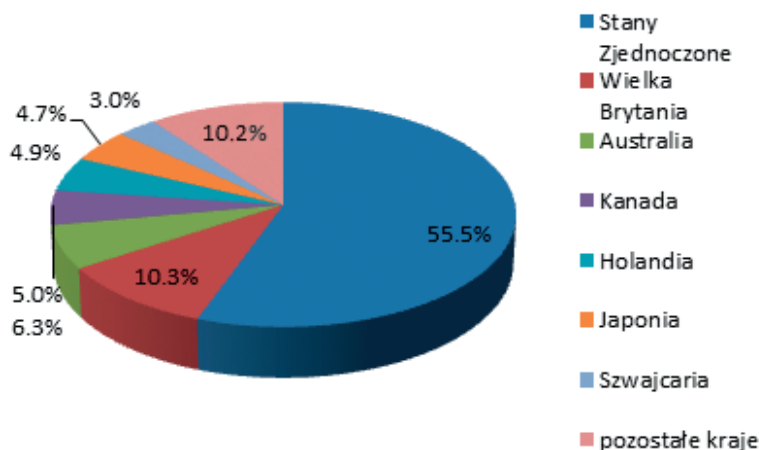


Źródło: *Pension Markets in Focus 2015*, OECD 2015, s. 10.

Całkowita wartość portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych w 69 krajach świata (w tym w 34 należących do OECD i w 35 nienależących do tej organizacji) sięgnęła w końcu 2014 r. rekordowej wartości 26,04 bln USD. W latach 2004–2014 wartość ta wzrosła w sumie aż o 10,97 bln USD, czyli o 73%; w tym okresie tylko raz – w 2008 r. – nastąpił jej spadek (o blisko 4 bln USD). Największy wzrost wartości portfela odnotowano w 2013 r. (2,54 bln USD), w 2009 r. (2,28 bln USD) oraz w 2006 r. (2,21 bln USD). Zdecydowanie największymi środkami dysponują fundusze z państw OECD – w końcu 2014 r. odpowiadały one za 96,9% ogółu inwestycji funduszy emerytalnych na świecie. Zdecydowanym liderem tego segmentu rynku są Stany Zjednoczone (14,46 bln USD, 55,5% wartości portfela inwestycyjnego ogółem). Znaczącymi środkami zarządzają także fundusze emerytalne z Wielkiej Brytanii (2,68 bln USD, 10,3%), Australii (1,64 bln USD, 6,3%), Kanady (1,30 bln USD, 3,0%), Holandii (1,28 bln USD, 4,9%) i Japonii (1,22 bln USD, 4,7%) (rys. 4.3).

w stosunku do euro aktywa funduszy emerytalnych wyrażone w tej pierwszej walucie wzrosły aż o 26,6%, a w euro jedynie o 13,3%.

Rysunek 4.3. Struktura rynku funduszy emerytalnych na świecie w końcu 2014 r. pod względem wartości portfela inwestycyjnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD.

Podstawowymi składnikami portfeli inwestycyjnych funduszy emerytalnych na świecie (z reguły ponad 80% portfela) są tzw. tradycyjne klasy aktywów (OECD zalicza do tej kategorii bony, obligacje, akcje, gotówkę i depozyty). Pozostałe instrumenty i aktywa zaliczane do grupy tzw. inwestycji alternatywnych (nietradycyjnych) – pożyczki, nieruchomości (grunty i budynki), inne fundusze inwestycyjne, niealokowane umowy ubezpieczeniowe, fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, produkty strukturyzowane i inne inwestycje – stanowią niewielką część (średnio kilkanaście procent) inwestycji funduszy emerytalnych, jednak ich popularność zwiększa się.

Wśród tradycyjnych inwestycji funduszy emerytalnych z państw OECD dominują – podobnie jak miało to miejsce w przypadku instytucji ubezpieczeniowych – instrumenty dłużne (bony i obligacje). W końcu 2014 r. stanowiły one średnio⁵⁶ nieco ponad połowę (51,3%) ich portfela, przy czym posiadały ponad 50-proc. udział w aktywach funduszy w 15 krajach – największy w Czechach, na Węgrzech (ponad 80%), na Słowacji, w Meksyku, Izraelu i Grecji (ponad 70%). Blisko 1/4 inwestycji (23,8%) stanowiły

⁵⁶ Średnie wartości dotyczące udziału poszczególnych grup instrumentów finansowych w portfelach funduszy emerytalnych to proste średnie arytmetyczne (nieważone aktywami).

akcje, choć w kilku krajach odsetek tych papierów wartościowych w portfelach funduszy emerytalnych przekraczał 40% (Stany Zjednoczone, Belgia, Chile), w Australii wynosił 50%, a w Polsce blisko 82%. Niemal 10% ich portfeli (9,6%) stanowiły środki płynne (gotówka i depozyty); w Słowenii ich udział był wyższy niż 30%, a w Korei przekraczał 50%. Ogółem tradycyjne aktywa odpowiadały za 84,7% portfela funduszy emerytalnych funkcjonujących w krajach wchodzących w skład OECD.

W krajach spoza OECD udział każdego z ww. tradycyjnych instrumentów był nieco większy i wynosił (odpowiednio) 51,9%, 27,3% oraz 10,3%. Papiery dłużne zdecydowanie dominowały w portfelach funduszy emerytalnych w Kostaryce i Albanii (ponad 90%) oraz w Serbii i na Malediwach (ponad 80%). Akcje stanowiły największą część portfela funduszy głównie w Kosowie (ponad 90%), a także w Namibii i Hongkongu (ponad 60%) oraz w Botswanie i Malawi (ok. 50%). Z kolei depozyty i gotówka były preferowane przez zarządzających funduszami w Rosji (ponad 20%), Tajlandii (ok. 30%), a przede wszystkim w Armenii (ponad 50%). Tradycyjne instrumenty finansowe stanowiły łącznie 89,6% portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych funkcjonujących w krajach nienależących do OECD⁵⁷.

Choć struktura portfeli inwestycyjnych funduszy emerytalnych zasadniczo pozostaje dość stabilna w horyzoncie długookresowym (istotne zmiany w krótkim okresie mogą wynikać m.in. ze zmian prawnych dotyczących działalności inwestycyjnej tych podmiotów⁵⁸), to jednak spadające, a następnie długo utrzymujące się na bardzo niskich poziomach stopy procentowe spowodowały pewne zmiany w sposobach alokacji środków finansowych tych podmiotów w ostatnich latach (dotyczy to w pewnym stopniu także instytucji ubezpieczeniowych). Punktem wspólnym ich działań było – w kontekście środowiska rekordowo niskich stóp procentowych – poszukiwanie metod na zwiększenie efektywności inwestycyjnej (OECD określa to jako „*search for yield*”). Niskie stopy procentowe stały się bowiem wyzwaniem zarówno dla podmiotów oferujących plany typu DC (mogą negatywnie wpływać na wysokość dochodów emerytalnych ich członków przez zmniejszenie wielkości aktywów gromadzonych w tych planach i rosnące ceny renty), jak

⁵⁷ *Pension Markets...*, s. 14.

⁵⁸ Przykładem może być Polska, gdzie wskutek zmian legislacyjnych w funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych (OFE) uchwalonych przez parlament w 2013 r., w 2014 r. doszło do istotnej zmiany struktury ich portfeli inwestycyjnych – udział papierów dłużnych zmniejszył się o 50,8 pkt. proc., a udział akcji wzrósł o 48,5 pkt. proc.

i dla funduszy działających w oparciu o plany typu DB (mogą zagrażać ich wypłacalności, gdyż sponsorzy tych planów (lub same fundusze) są zobowiązani do wypłacania członkom gwarantowanych świadczeń emerytalnych – realizacja tych obietnic może stać pod znakiem zapytania w sytuacji niskich stóp zwrotu). Jednak nadmierne dążenie do generowania wyższych stóp zwrotu prowadzić może do zwiększenia ryzyka inwestycyjnego – w tym kontekście istnieje obawa, czy zarządzający aktywami funduszy emerytalnych są przygotowani na zarządzanie tymi dodatkowymi czynnikami ryzyka i czy rodzaj osiąganego ekspozycji jest odpowiedni dla beneficjentów⁵⁹.

Tendencja do zwiększania efektywności inwestycyjnej przez fundusze emerytalne na świecie, czego przejawem są zmiany w alokacji aktywów tych instytucji finansowych w ostatniej dekadzie (tj. w latach 2004–2014) zarówno w krajach OECD, jak i w pozostałych analizowanych przez tę organizację państwach, znalazła swój wyraz w następujących procesach:

- zmniejszaniu udziału bonów i obligacji w portfelu inwestycyjnym na rzecz akcji,
- stopniowym przechodzeniu od tradycyjnych inwestycji do inwestycji o charakterze alternatywnym,
- zmianach składu portfela alternatywnych inwestycji,
- zwiększaniu udziału inwestycji zagranicznych.

Według analizy przeprowadzonej przez OECD, w ostatnich dziesięciu latach w 10 państwach OECD i 6 państwach spoza OECD (zwłaszcza na mniejszych rynkach funduszy emerytalnych) można było zaobserwować stopniową rezygnację z inwestycji w papiery dłużne (bony i obligacje) charakteryzujące się w ostatnich latach coraz niższą rentownością i zastępowanie ich akcjami, które potencjalnie oferują wyższe stopy zwrotu (ale także cechują się wyższym poziomem ryzyka). W 12 państwach (siedmiu OECD i pięciu do OECD nienależących) udział inwestycji w akcje wzrósł o ponad 5 pkt. proc.⁶⁰ (najbardziej w Polsce, Luksemburgu, Kolumbii i Rumunii), zaś w 10 spośród nich było to jednocześnie powiązane

⁵⁹ *OECD Business and Finance Outlook 2015*, OECD Publishing, Paris 2015, s. 116–132.

⁶⁰ W Meksyku, Norwegii i w Polsce było to częściowo wynikiem zmian prawnych, które uelastyczyły możliwość inwestowania przez fundusze emerytalne w papiery udziałowe.

ze spadkiem zaangażowania w papiery dłużne (w największym stopniu w Polsce, Kolumbii, Tajlandii i Austrii)^{61,62}.

Zwiększone zainteresowanie inwestowaniem przez fundusze emerytalne środków finansowych w aktywa alternatywne w ostatnich 10 latach to również efekt przekonania zarządzających, iż niektóre z tych inwestycji mogą zapewnić wyższe stopy zwrotu niż dotychczas preferowane przez nich instrumenty. Zbiegło to się w czasie także z rosnącą elastycznością w zakresie możliwości inwestowania w te klasy aktywów (więcej państw poluzowało ograniczenia w tej dziedzinie niż je zaostrzyło)⁶³. Należy jednak zwrócić uwagę, iż eksplorowanie alternatywnych rynków wymaga zdobywania przez nich nowych kompetencji w zakresie inwestowania kapitału oraz może generować dodatkowe ryzyko inwestycyjne (choć może równocześnie przyczynić się do ograniczenia ryzyka całego portfela w przypadku jego skutecznej dywersyfikacji). Mimo iż zjawisko to w znaczącej skali (wzrost udziału aktywów alternatywnych w portfelu o ponad 5 pkt. proc.) można było zaobserwować jedynie w 7 państwach (w tym pięciu z OECD), to jednak dotyczyło ono jednych z największych rynków funduszy emerytalnych na świecie – brytyjskiego (+12,8 pkt. proc.), brazylijskiego (+8,9 pkt. proc.) i kanadyjskiego (+8,0 pkt. proc.); znaczący przyrost (+4,5 pkt. proc.) odnotował także największy rynek – amerykański. Poza ww. państwami warto podkreślić także istotny (ponad 10 pkt. proc.) wzrost zaangażowania w nietradycyjne aktywa w Kolumbii, Portugalii, Izraelu i Danii⁶⁴.

W przypadku 10 największych (pod względem wartości zarządzanych aktywów) rynków funduszy emerytalnych w skali globalnej w największym stopniu zwiększyły się udziały tych podmiotów w takich klasach

⁶¹ Z drugiej jednak strony, jak zauważa OECD, w 16 państwach OECD oraz pięciu spoza OECD w ostatnich 10 latach zmniejszył się udział inwestycji funduszy emerytalnych w akcje, czemu czasami towarzyszył relatywny wzrost zaangażowania w instrumenty dłużne – miało to miejsce na Jamajce, w Peru, w Serbii, na Słowacji i w Szwecji. Mogło to być rezultatem kryzysu finansowego, który spowodował znaczący spadek wartości rynkowej akcji w portfelach funduszy, a tym samym ich znaczenia w portfelu inwestycyjnym.

⁶² *Pension Markets...*, s. 16–17.

⁶³ Szczegółowe informacje na temat ograniczeń w działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych (w tym także odnośnie do inwestycji w aktywa alternatywne) w krajach OECD i w wybranych państwach spoza OECD zawiera: *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds*, OECD 2014.

⁶⁴ Wyraźny spadek (o ponad 10 pkt. proc.) aktywów alternatywnych odnotowały w analizowanym okresie jedynie fundusze emerytalne w Australii, Lichtensteinie i na Jamajce.

aktywów alternatywnych jak „inne fundusze inwestycyjne” (do tej kategorii należą fundusze nieinwestujące w papiery dłużne, akcje, gotówkę i depozyty oraz nieruchomości) oraz „inne inwestycje” (zalicza się do nich m.in. instrumenty pochodne i towary). W pierwszym przypadku dotyczyło to przede wszystkim rynku niemieckiego (+11,7 pkt. proc.), natomiast w drugim brytyjskiego (+13,6 pkt. proc.) i izraelskiego (+7,5 pkt. proc.). Należy przy tym zauważyć, iż instrumenty pochodne są wykorzystywane przez większość funduszy emerytalnych jako sposób na ograniczenie ryzyka inwestycyjnego, jednak część z nich posługuje się nimi (w ograniczonym zakresie) także w celu poprawy wyników, co wiąże się z reguły ze wzrostem profilu ryzyka ich portfeli⁶⁵. Ponadto na niektórych spośród największych rynków funduszy emerytalnych na świecie można było zaobserwować w minionej dekadzie relatywnie duży wzrost zainteresowania inwestycjami (bezpośrednimi i pośrednimi) w grunty i budynki (Kanada, Szwajcaria i Australia) oraz private equity (Brazylia); znacząco zmniejszyło się natomiast ich zaangażowanie w pożyczki w Niemczech i Szwajcarii (choć w pierwszym z wymienionych państw nadal stanowią one aż 14% portfela)⁶⁶.

Potwierdzeniem rosnącej roli inwestycji alternatywnych w aktywach funduszy emerytalnych są także wyniki najnowszego badania przeprowadzonego przez OECD wśród dużych funduszy emerytalnych (Large Pension Funds – LPFs) i publicznych rezerwowych funduszy emerytalnych (Public Pension Reserve Funds – PPRFs)⁶⁷. W latach 2010–2013 10 największych funduszy emerytalnych zarządzających środkami finansowymi o wartości 1,5 bln USD zwiększyło udział inwestycji alternatywnych z 17,6% do 19,5%, zaś średnia alokacja funduszy rezerwowych zwiększyła się z 10,5% do 14,7%⁶⁸.

Tendencja do zwiększania przez fundusze emerytalne roli inwestycji zagranicznych w ostatnich latach była przede wszystkim wyrazem dążenia do dywersyfikacji portfela (w przypadku krajów o stosunkowo

⁶⁵ Stało się tak np. w 2008, 2011, 2013 i 2014 r. w Chile, gdzie inwestycje w instrumenty pochodne (ograniczone do 3% portfela) przyniosły w tych latach straty.

⁶⁶ *Pension Markets...*, s. 18–23.

⁶⁷ Badanie przeprowadzone w 2014 r. objęło 104 podmioty, które w końcu 2013 r. zarządzały aktywami o wartości 10,4 bln USD, co stanowiło ok. 1/3 całkowitych globalnych aktywów znajdujących się w posiadaniu tej kategorii inwestorów instytucjonalnych. Badania te są przeprowadzane począwszy od 2011 r.

⁶⁸ *Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds*, OECD 2014, s. 35–36, 40–43.

niewielkich lokalnych rynkach finansowych jest wręcz koniecznością), co powinno sprzyjać redukcji ryzyka inwestycyjnego, pod warunkiem jednak, że dokonuje się ich na dojrzałych rynkach kapitałowych. Część tych inwestycji jest jednak przeprowadzana na rynkach wschodzących o relatywnie wysokim profilu zysku do ryzyka – może być to zatem jeden z dowodów na zjawisko „*searching for yield*”. W praktyce konsekwencje zagranicznych ekspozycji funduszy emerytalnych dla wyników całego portfela zależą od takich czynników jak wartość zainwestowanych za granicą środków finansowych, miejsce przeznaczenia tych inwestycji oraz waluty, w jakich są one denominowane.

Relatywnie wysoki odsetek inwestycji zagranicznych funduszy emerytalnych można obserwować w Europie i w państwach o relatywnie niedużych krajowych rynkach finansowych – w końcu 2014 r. stanowiły one ponad 30% portfela tych instytucji w 17 krajach, w tym dziewięciu OECD (największy w Kosowie (ponad 90%), Holandii (ponad 80%), Estonii i Litwie (ponad 70%) oraz na Słowacji, Łotwie i w Namibii (ponad 60%)). W kolejnych siedmiu europejskich państwach odsetek inwestycji zagranicznych wahał się między 10 a 30 procent. Z kolei najmniej kapitału za granicą lokują podmioty z Brazylii, Tajlandii, Kolumbii i Kostaryki (poniżej 5%). Fundusze emerytalne z Europy inwestują głównie na rynku amerykańskim i w innych krajach europejskich, natomiast np. fundusze chilijskie preferują pod tym względem rynki wschodzące (lokują głównie w Chinach i Indiach). W minionej dekadzie 13 krajów (w tym 9 państw OECD) zwiększyło zaangażowanie za granicą. Najbardziej znaczący przyrost udziału inwestycji zagranicznych odnotowano w portfelach funduszy emerytalnych w Bułgarii (+54,2 pkt. proc.), Peru (+30,5 pkt. proc.), Macedonii (+23,5 pkt. proc.), Słowacji (+21,3 pkt. proc.), Izraelu (+17,6 pkt. proc.) i Chile (+17,0 pkt. proc.); w Peru i Chile było to w pewnym stopniu rezultatem złagodzenia w ostatnich latach ograniczeń w zakresie możliwości inwestowania kapitału w zagraniczne aktywa. W siedmiu państwach (z czego cztery należą do OECD) wystąpiła tendencja przeciwna – najbardziej zagraniczną ekspozycję zmniejszyły fundusze w Kostaryce, Hongkongu, Estonii i Danii. Najbardziej narażonymi na ryzyko kursowe są fundusze emerytalne w Bułgarii, Chorwacji, Macedonii i na Litwie (ponad połowa ich wszystkich inwestycji była w końcu 2014 r. denominowana w obcej walucie)⁶⁹.

Według obliczeń Banku Rozrachunków Międzynarodowych fundusze emerytalne odgrywają istotną rolę w systemach finansowych wielu

⁶⁹ *Pension Markets...*, s. 26–27.

krajów OECD oraz na ich rynkach papierów dłużnych⁷⁰. Najwyższa relacja wartości inwestycji tych podmiotów do wartości aktywów systemu finansowego występuje w Holandii i Finlandii (około 20%) oraz w krajach anglosaskich (Wielka Brytania, Australia, Stany Zjednoczone, Irlandia i Kanada) i Szwajcarii (12–17%). Z kolei najniższe wskaźniki dotyczą głównie państw zachodnioeuropejskich (m.in. Grecja, Belgia, Luksemburg, Francja, Hiszpania, Włochy) i Korei, czyli krajów, w przypadku których historia prywatnych pracowniczych planów emerytalnych jest relatywnie krótka, często z uwagi na obecność publicznego systemu repartycyjnego⁷¹.

Pytania kontrolne

1. Proszę scharakteryzować strategie inwestycyjne instytucji ubezpieczeniowych (w tym różnice pomiędzy polityką inwestycyjną zakładów oferujących ubezpieczenia życiowe i majątkowe).
2. Proszę opisać portfele inwestycyjne instytucji ubezpieczeniowych na świecie (także w podziale na zakłady oferujące ubezpieczenia życiowe, majątkowe i mieszane).
3. Proszę zdefiniować prywatne plany emerytalne i przedstawić ich klasyfikację w ujęciu funkcjonalnym i instytucjonalnym.
4. Proszę scharakteryzować portfele inwestycyjne funduszy emerytalnych w krajach OECD.
5. Proszę opisać, na czym polegają działania funduszy emerytalnych na świecie mające na celu zwiększenie efektywności dokonywanych inwestycji finansowych („*searching for yield*”).

Literatura

- 2015 *Investment Company Fact Book*, Investment Company Institute, Washington 2015.
- Ambachtsheer K. P., Ezra D. D., *Fundusze emerytalne. Jak efektywnie pomnażać majątek ich członków*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.
- Andritzky J. R., *Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?*, IMF Working Paper, WP/12/158, International Monetary Fund 2012, s. 1–29.

⁷⁰ Ten drugi aspekt został wcześniej omówiony w podrozdziale dotyczącym instytucji ubezpieczeniowych.

⁷¹ *Fixed income...*, s. 5.

- Annex to the ERSB Recommendation on money market funds*, European Systemic Risk Board, 20.12.2012.
- Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds*, OECD 2014.
- Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds*, OECD 2014.
- Antolin P., Payet S., Yermo J., *Assesing Default Investment Strategies in Defined Contribution Pension Plans*, "OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions", no. 2 (2010), OECD Publishing, s. 1–30.
- Arslanalp S., Tsuda T., *Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt*, IMF Working Paper, WP/12/284, International Monetary Fund 2012, s. 1–61.
- Arslanalp S., Tsuda T., *Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt*, IMF Working Paper, WP/14/39, International Monetary Fund 2014, s. 1–49.
- Bogołębska J., *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Borowski G., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Brandmeir K., Grimm M., Heise M., Holzhausen A., *Allianz Global Wealth Report 2015*, Allianz SE Economic Research, München 2015.
- Balance of Payments and International Investment Position Manual. Sixth Edition (BPM6)*, International Monetary Fund, Washington 2009.
- Central bank diversification strategies: Rebalancing from the dollar and euro*, World Gold Council, London, February 2013.
- Central Intelligence Agency (CIA) – The World Factbook – <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2188rank.html> (dostęp: 20.10.2015 r.).
- Chinese Renminbi to Be Included in IMF's Special Drawing Right Basket* – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2015/new120115a.htm> (dostęp: 5.12.2015 r.).
- Chybalski F. (red.) *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Cipriani M., Martin A., Parigi B. M., *Money Market Funds Intermediation and Bank Instability*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 599, February 2013 (revised May 2013).
- Cook T. Q., Duffield J. G., *Money Market Mutual Funds: A Reaction To Government Regulations Or A Lasting Financial Innovation?*, "Economic Review", July/August 1979, Federal Reserve Bank of Richmond, s. 15–31.
- Council Regulation (EC) No 2223/96 of 25 June 1996 on the European system of national and regional accounts in the Community*, OJ L 310, 30.11.1996, s. 1.
- Craig V. V., *Merchant Banking: Past and Present*, "FDIC Banking Review", Fall 2001, vol. 14, no. 1, s. 29–36.

- Cremers M., Ferreira M. A., Matos P. P., Starks L. T., *Indexing and Active Funds Management: International Evidence*, Working Paper No. 2558724, Darden Business School, 1 February 2015.
- Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) – <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> (dostęp: 20.10.2015 r.).
- Czekaj J. (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Davydoff D., Fano D., Qin L., *Who owns the European Economy? Evolution of the Ownership of EU-listed Companies Between 1970 and 2012*, OEE and INSEAD OEE Data Services, August 2013.
- Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs)*, Official Journal of the European Union, L 235/10, 23 September 2003.
- Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities*, Official Journal of the European Union, L 302/32, 17 November 2009.
- Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010*, Official Journal of the European Union, L 174/1, 1 July 2011.
- Dziwok E., *Znaczenie krzywej dochodowości w polityce pieniężnej banku centralnego*, „Innowacje w bankowości i finansach”, t. 1, „Studia Ekonomiczne”, nr 173, UE w Katowicach, Katowice 2013, s. 68–80.
- ETF Landscape. Industry Review from BlackRock. Year End 2009*, BlackRock 2010.
- ETFGI Monthly Newsletter. June 2015*, ETFGI 2015.
- European Fund and Asset Management Association – <http://www.efama.org/SitePages/Home.aspx> (dostęp: 25.09.2015 r.).
- European system of accounts 2010 (ESA 2010)*, Eurostat, European Commission, European Union 2013.
- Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych (ESA2010) a polskie rachunki narodowe. Wstępny szacunek wpływu zmian na poziom nominalny produktu krajowego brutto (pkb)*, GUS, Warszawa, 16.01.2013.
- Fawley B. W., Neely C. J., *Four Stories of Quantitative Easing*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, vol. 95, no. 1 (January/February) 2013, s. 51–88.
- Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, CGFS Papers, no. 44, Bank for International Settlements, July 2011.
- Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Global Financial Stability Report – Risk Taking, Liquidity and Shadow Banking: Curbing Excess While Promoting Growth*, International Monetary Fund, October 2014.

- Global Insurance Market Trends 2014*, OECD 2014.
- Gray S., Pongsaparn R., *Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines*, IMF Working Paper, WP/15/106, International Monetary Fund 2015, s. 1–30.
- Handbook of Securities Statistics*, Bank for International Settlements, European Central Bank, International Monetary Fund, Washington 2015.
- Handschke J., Monkiewicz J. (red.), *Ubezpieczenia. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2010.
- Hedge Fund Research – <https://www.hedgefundresearch.com/> (dostęp: 6.10.2015 r.).
- Herbst-Bayliss S., *Record number of hedge funds now operating around the world: HFR*, 19.06.2015.
- Horii A., *The evolution of reserve currency diversification*, „BIS Economic Papers”, no. 18 – December 1986, Bank for International Settlements, Basle 1986.
- Informacja dotycząca wdrożenia ESA 2010 w statystyce monetarnej i finansowej publikowanej przez Narodowy Bank Polski*, NBP, Warszawa 2014.
- International banking and financial markets developments*, “BIS Quarterly Review”, Bank for International Settlements, December 2013, s. 1–95.
- International Investment Funds Association – <http://www.iifa.ca/> (dostęp: 5.10.2015 r.).
- Investment Company Institute – <https://www.ici.org/> (dostęp: 7.10.2015 r.).
- Jaworski W. L., Szelągowska A. (red.) *Współczesna bankowość centralna*, CeDeWu, Warszawa 2012.
- Jaworski W. L., Zawadzka Z. (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2002.
- Kiedrowska M., Marszałek P., *Bank centralny i stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt”, vol. 34, nr 6 (2003), s. 4–19.
- Kołodziejczyk H., *Wpływ instrumentu quantitative easing Rezerwy Federalnej na wybrane kursy walutowe*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 4/2014, Poznań 2014, s. 247–263.
- Mai H., *Money market funds – an economic perspective*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, 26.02.2015.
- Malinowska A., *Efektywność operacji ilościowego luzowania w Stanach Zjednoczonych*, „Finanse”, vol. 7, no. 1, s. 53–68.
- Money Market Funds in 2012. History of Money Market Funds*, Investment Company Institute, Washington, 13.02.2012.
- Monkiewicz J., *Podstawy ubezpieczeń*, Poltext, Warszawa 2000.
- Niedziółka P. (red.), *Bankowość inwestycyjna. Inwestorzy banki i firmy inwestycyjne na rynku finansowym*, Difin, Warszawa 2015.
- OECD Business and Finance Outlook 2015*, OECD Publishing, Paris 2015.
- OECD Insurance Statistics 2012*, OECD Publishing 2013.
- OECD Insurance Statistics 2013*, OECD Publishing 2014.
- OECD Insurance Statistics 2014*, OECD Publishing 2015.

- Organisation for Economic Co-operation and Development – <http://www.oecd.org/> (dostęp: 7.12.2015 r.).
- Peer Review of Regulation of Money Market Funds: Final Report*, The Board of International Organization of Securities Commissions, FR19/2015, September 2015.
- Pension Markets in Focus 2015*, OECD Publishing 2015.
- Perez K., *Fundusze hedge. Istota, strategie, potencjał rynku*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Perez K., Ziarko-Siwiek U. (red.), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Pihlman J., van der Hoorn H., *Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis*, International Monetary Fund Working Paper, WP/10/150, June 2010, s. 1–27.
- Plantier L. C., *Globalisation and the Global Growth of Long-Term Mutual Funds*, "ICI Global Research Perspective", ICI Global, March 2014, vol. 1, no. 1, s. 1–44.
- Plantier L. C., *Regulated Funds, Emerging Markets, and Financial Stability*, "ICI Global Research Perspective", ICI Global, April 2015, vol. 2, no. 1, s. 1–40.
- Private Pensions. OECD Classification and Glossary*, OECD Publishing, Paris 2005.
- Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007.
- Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M. (red.), *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, Difin, Warszawa 2012.
- Rawson M, Johnson B., *2015 Fee Study: Investors Are Driving Expense Ratios Down*, Morningstar, Chicago 2015.
- Regulation (EU) No 549/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on the European system of national and regional accounts in the European Union*, Official Journal of the European Union, vol. 56, L 174, 26 June 2013.
- Regulation (EU) No 1071/2013 of The European Central Bank of 24 September 2013 concerning the balance sheet of the monetary financial institutions sector*, Official Journal of the European Union, L 297/51, 7 November 2013.
- Regulation (EU) No 1073/2013 of The European Central Bank of 18 October 2013 concerning statistics on the assets and liabilities of investment funds*, Official Journal of the European Union, L 297/107, 7 November 2013.
- Regulation (EU) No 1075/2013 of The European Central Bank of 18 October 2013 concerning statistics on the assets and liabilities of financial vehicle corporations engaged in securitisation transactions*, Official Journal of the European Union, L 297/107, 7 November 2013.
- Regulations of insurance company and pension fund investment. OECD report to G20 finance ministers and central bank governors*, OECD, September 2015.

- Rule G., *Issuing central bank securities*, Center for Central Banking Studies, Handbook – No. 30, Bank of England 2011.
- Schwartz B., *Paradoks wyboru. Dlaczego więcej oznacza mniej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013.
- Sławiński A. (red.), *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Soe A. M., *SPIVA U.S. Scorecard. Year-End 2014*, S&P Dow Jones Indices 2015.
- Sopoćko A., *Innowacje sektora ubezpieczeń na rynku kapitałowym*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 2/2009, s. 17–26.
- Sopoćko A., *Wpływ firm ubezpieczeniowych na rynek kapitałowy*, „Studia Ekonomiczne” nr 3 (LXVI) 2010, s. 287–302.
- System of National Accounts 2008 (SNA 2008)*, European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, United Nations, World Bank, New York 2009.
- Szelańska A. (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Technical press briefing*, Eurostat, Brussels, 16 January 2014.
- van de Ven P., *New standards for compiling national accounts: what's the impact on GDP and other macro-economic indicators?*, “OECD Statistics Brief”, February 2015 – No. 20.
- Waszkiewicz A., „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, „Bank i Kredyt”, vol. 35, nr 4 (2004), s. 16–30.

Publikacja dotyczy problematyki współczesnych finansów międzynarodowych, ze szczególnym uwzględnieniem funkcjonowania międzynarodowego systemu finansowego. Opracowanie składa się z trzech części: pierwsza przedstawia genezę międzynarodowego systemu walutowego i uwarunkowania działania pieniądza światowego w gospodarce globalnej, druga wprowadza w zasady budowy i funkcjonowania jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej, z uwzględnieniem wyzwań zrównoważonego rozwoju rynków finansowych, trzecia koncentruje się na podmiotach działających w ramach międzynarodowego systemu finansowego (monetarnych instytucjach finansowych oraz funduszach inwestycyjnych, ubezpieczeniowych i emerytalnych). Książka przygotowana została z wykorzystaniem światowej literatury przedmiotu oraz aktualnych danych. W opracowaniu uwzględnione zostały również najnowsze trendy obecne w gospodarce globalnej, na uwagę zasługuje analiza ekologicznego wymiaru funkcjonowania rynków finansowych. Istotnymi zaletami książki są różnorodność i aktualność poruszonej problematyki. Publikacja adresowana jest przede wszystkim do studentów kierunków ekonomicznych: międzynarodowe stosunki gospodarcze, finanse międzynarodowe, ekonomia, a także do czytelników chcących pogłębić wiedzę z zakresu finansów międzynarodowych, zainteresowanych zmianami zachodzącymi we współczesnym międzynarodowym systemie finansowym.



Projekt „Utworzenie nowych interdyscyplinarnych programów kształcenia w zakresie ekonomii ochrony środowiska (w języku polskim i angielskim) w Uniwersytecie Łódzkim”.

Celem projektu jest zwiększenie wiedzy i świadomości polskich i zagranicznych studentów, wykładowców, absolwentów UŁ z zakresu zrównoważonego rozwoju, ekologii, biznesu międzynarodowego i finansów.

Publikacja jest współfinansowana ze środków funduszy norweskich i krajowych.

Kwota dofinansowania projektu: 533 083 PLN



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

ISBN 978-83-8088-036-8



9 788380 880368