

*Mirostaw Wypych**

RENTOWNOŚĆ INSTYTUCJI SEKTORA FINANSOWEGO W WARUNKACH SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO

Współczesna gospodarka ma charakter rzeczowo-pięniężny, co oznacza, że zaspokajanie potrzeb wszystkich podmiotów tworzących gospodarkę narodową odbywa się przy użyciu pieniądza. Znaczenie pieniądza w funkcjonowaniu gospodarki jest tak duże, że jego obiegowi nadaje się formę organizacyjną w postaci systemu finansowego. Podstawowymi ogniwami tego systemu są rynki finansowe i instytucje finansowe. Zadaniem rynków finansowych jest transformacja oszczędności w kapitał i inwestycje, natomiast instytucje finansowe pełnią w tym procesie funkcję pośredników, przyczyniając się tym samym do tworzenia warunków wspomagających wzrost gospodarczy.

Głównymi instytucjami finansowymi są banki, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne. Wymienione podmioty określane są często mianem instytucji zaufania publicznego. Z tego względu ich działalność podlega nadzorowi ze strony państwa i uzasadnia potrzebę analiz oceniających ich stabilność finansową. Analiza taka w odniesieniu do Polski, w oparciu o wskaźniki rentowności, z uwzględnieniem specyfiki poszczególnych instytucji, przedstawiona zostanie w niniejszym opracowaniu. Analiza obejmuje okres 2006–2008, co pozwala wyeksponować konsekwencje pogorszenia koniunktury w polskiej gospodarce wywołane światowym kryzysem ekonomicznym, dla systemu finansowego.

1. RENTOWNOŚĆ JAKO WYZNACZNIK EFEKTYWNOŚCI FUNKCJONOWANIA INSTYTUCJI FINANSOWYCH

Problematyka oceny i pomiaru efektywności budzi w literaturze i praktyce szereg wątpliwości. Wynika to między innymi z braku jednoznacznej interpreta-

* Dr habil., prof. nadzw. UEŁ, Zakład Finansów Korporacji, Uniwersytet Łódzki.

cji pojęcia efektywności¹. Przyjmujemy, że interesuje nas efektywność ekonomiczna, która w najogólniejszym rozumieniu oznacza relację między efektem a nakładem poniesionym do jego osiągnięcia, a konkretniej – jako relację między zyskiem (wynikiem finansowym netto) a nakładem wyrażonym wartościowo².

Wolumen zysku stanowi wyraz sprawności finansowej podmiotu, będący wynikiem efektywności gospodarowania. Zysk jako wielkość absolutna nie jest jednak ściśle powiązany ze środkami zaangażowanymi do jego osiągnięcia. Ta sama jego wielkość, osiągnięta przez różne podmioty i w różnych okresach, przy tych samych środkach, oznacza najczęściej niejednakowy stopień gospodarności. Stąd większą przydatność w ocenie efektywności podmiotów przypisuje się miarom względnym konstruowanym przez porównywanie zysku z odpowiednią bazą odniesienia wyrażającą nakłady, co wynika zresztą z podanego określenia efektywności ekonomicznej. Miary te określane są mianem wskaźników rentowności, a metodę oceny efektywności – metodą wskaźnikową. Metoda wskaźnikowa oparta jest na wykorzystaniu informacji ze sprawozdań finansowych i z tego względu w praktyce najczęściej wykorzystywana.

Sprawozdania finansowe sporządzane są według ujednoczonych reguł, zgodnie z zasadami określonymi w ustawie o rachunkowości. Pozwala to na agregowanie wielkości zawartych w sprawozdawczości. Mimo że zasady prowadzenia rachunkowości i wzory sprawozdań finansowych dla instytucji finansowych różnią się w pewnym zakresie między sobą (z uwagi na specyfikę ich funkcjonowania określającą strukturę aktywów i pasywów oraz rodzaje przychodów i kosztów), to podstawowe wielkości charakteryzujące efekty działalności są porównywalne.

W teorii i praktyce posługujemy się różnymi kategoriami zysku, różnie ujmowane są także nakłady. Bazę odniesienia w pomiarze rentowności może stanowić ponadto wartość przychodów (lub obrotu). W rezultacie wskaźniki rentowności przyjmują różną postać. Wybór konkretnych wskaźników zależy od celu analizy i dostępności informacji – istotne jest jednak, aby miernik rentowności spełniał wymogi stawiane wskaźnikom finansowym i posiadał odpowiednią przydatność informacyjną³. Nas interesują wskaźniki umożliwiające porównanie rentowności podstawowych instytucji finansowych, którymi są banki,

¹ Por. np. M. Kisielewska, G. Kozuń-Cieślak, *Pojęcie i pomiar efektywności – studia literaturowe*, [w:] W. Pluta (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2007, nr 1159, s. 295–297.

² *Nowa encyklopedia powszechna PWN*, t. 2, PWN, Warszawa 1997, s. 192.

³ Cechy wskaźników finansowych przedstawione są m.in. w pracach: E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2005; M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006; D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. Wskaźniki finansowe*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Kraków 2009.

zakłady ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych (wraz z funduszami inwestycyjnymi) oraz powszechne towarzystwa emerytalne (z otwartymi funduszami emerytalnymi).

Na podstawie zbiorczych danych publikowanych przez GUS możliwe jest bez większych problemów obliczenie kilku popularnych wskaźników rentowności, które mogą być wykorzystane w analizie porównawczej między instytucjami sektora finansowego⁴. Są to:

- wskaźnik rentowności operacyjnej aktywów – ROI,
- wskaźnik rentowności netto aktywów – ROA,
- wskaźnik rentowności kapitału własnego – ROE,
- wskaźniki rentowności netto przychodów – RNP.

Konstrukcja wymienionych wskaźników opiera się na dwóch kategoriach zysku: zysk netto (wynik finansowy netto dla ogółu instytucji danej kategorii) oraz zysk operacyjny (różnica między sumą przychodów z działalności operacyjnej a sumą kosztów działalności operacyjnej dla ogółu instytucji). Zysk netto odzwierciedla ostateczny rezultat działalności podmiotów gospodarczych. W pomiarze rentowności może być odnoszony do kapitału własnego (ROE), aktywów (ROA) oraz przychodów związanych z prowadzoną działalnością (RNP). Zaletą zysku operacyjnego jest natomiast to, że dotyczy jedynie działalności podstawowej, do prowadzenia której instytucja została powołana, pomijając wpływ na wynik finansowy sytuacji nadzwyczajnych oraz obciążeń o charakterze fiskalnym z tytułu podatku dochodowego. W pomiarze rentowności bazę odniesienia dla zysku operacyjnego stanowią aktywa ogółem (ROI).

Traktowanie aktywów jako bazy odniesienia w pomiarze efektywności jest oczywiste, ponieważ ich wartość wyraża zaangażowanie wszystkich składników majątkowych w prowadzenie działalności przez instytucje finansowe. Reguła równowagi bilansowej wskazuje, że aktywa odzwierciedlają jednocześnie środki zainwestowane w instytucjach przez dawców kapitału własnego i obcego. Kapitały własne mogą być porównywane jedynie z zyskiem netto, albowiem w zysku netto objawiają się korzyści właścicieli związane z zaangażowaniem środków w finansowanie instytucji. Ze względu na fakt, że wartość aktywów i kapitałów własnych w bilansie wykazuje się według stanu na określony moment czasowy, do obliczeń wskaźników przyjmuje się ich wartość przeciętną, określoną jako średnią stanu na początek i koniec roku. Wykorzystanie wartości przychodów jako bazy odniesienia w pomiarze rentowności jest uzasadnione, ponieważ odzwierciedla ona udział danego rodzaju działalności w rynku i jego znaczenie w gospodarce narodowej.

⁴ Por. np. M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007, s. 263–271; J. Monkiewicz, L. Gąsiorkiewicz, B. Hadyniak, *Zarządzanie finansami ubezpieczeń*, Poltext, Warszawa 2000, s. 231–234; M. Iwanicz-Drozdowska, *Zarządzanie finansowe bankiem*, PWE, Warszawa 2005, s. 69–71.

2. SPECYFIKA PODSTAWOWYCH INSTYTUCJI FINANSOWYCH

Definicja encyklopedyczna określa instytucję finansową jako podmiot posiadający tytuły majątkowe w formie depozytu lub zobowiązań do wypłat w przyszłości, a także prowadzący działalność polegającą na wydawaniu tytułów majątkowych np. w formie udzielania pożyczek lub wypłat zobowiązań⁵. Domeną tak rozumianych instytucji są operacje finansowe związane z pośrednictwem w zamianie oszczędności na inwestycje, co sprzyja racjonalizacji procesów alokacji aktywów finansowych i rzeczowych w gospodarce narodowej, przyczyniając się do efektywnego ich wykorzystania. Uzasadnieniem funkcjonowania pośredników finansowych są oszczędności wynikające ze skali przeprowadzanych transakcji, transformacja ryzyka, czasu i przestrzeni⁶.

Przedmiotem naszego zainteresowania są banki, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne oraz otwarte fundusze emerytalne. Uczestnictwo w procesie transformacji oszczędności w inwestycje stanowi tylko jedną z funkcji pełnionych przez wymienione instytucje. Oprócz tego realizują one zadania wynikające ze specyfiki prowadzonej przez nie działalności.

Najbardziej zróżnicowana rodzajowo jest zbiorowość banków. Banki są jedynymi instytucjami, które pozyskane środki w formie depozytów i lokat mogą przeznaczać na udzielanie kredytów. Zadanie to realizują przede wszystkim banki uniwersalne, prowadzące operacje depozytowo-kredytowe. Ich aktywność na rynku finansowym ogranicza się głównie do posiadania instrumentów obciążonych niskim ryzykiem (bony i obligacje skarbowe). Obok banków uniwersalnych funkcjonują banki specjalistyczne, realizując określone transakcje (banki inwestycyjne, banki hipoteczne, banki samochodowe). Specyfika sektora bankowego wyraża się w relatywnie wysokim udziale należności w aktywach oraz stosunkowo wysokim udziale depozytów w pasywach. Udział kapitałów własnych stanowi ok. 10% wartości pasywów. Podstawowym źródłem przychodów operacyjnych banków są odsetki od kredytów i inwestycji w papiery wartościowe (blisko 60% przychodów) oraz prowizje (25% przychodów).

Ekonomiczny aspekt działalności towarzystw ubezpieczeniowych sprowadza się do tego, że przyczyniają się one do niezakłóconego przebiegu procesów ekonomicznych, kompensując materialne skutki zdarzeń losowych. Instytucje te pozyskują środki na swoją działalność w formie składek, które stanowią zabezpieczenie finansowe w sytuacji wystąpienia wypadku ubezpieczeniowego a w przypadku ubezpieczeń z funduszem inwestycyjnym są podstawą przyszłego świadczenia emerytalnego. Ustawowy podział ubezpieczeń zakłada wyodręb-

⁵ Z. Krzyżkiewicz, W. Jaworski, M. Puławski, *Leksykon bankowo-giełdowy*, Poltext, Warszawa 1998, s. 241.

⁶ M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, s. 11.

nienie ubezpieczeń na życie (dział I) oraz ubezpieczeń majątkowych i pozostałych osobowych (dział II). W ramach jednego zakładu ubezpieczeń nie można prowadzić jednocześnie obu tych form działalności, dlatego w analizie porównawczej instytucji finansowych należy je rozpatrywać odrębnie. Środki pozyskane ze składek a nie wykorzystane na wypłatę świadczeń kierowane są na działalność lokacyjną i poprzez rynek finansowy lub system bankowy wspomagają procesy inwestycyjne lub służą finansowaniu deficytu budżetowego. W przypadku ubezpieczeń na życie podstawowym składnikiem aktywów zakładów ubezpieczeniowych są lokaty (ponad 95%), a głównym elementem pasywów rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe (ponad 80%). Udział kapitałów własnych waha się w granicach 10–15%. W zakładach ubezpieczeń majątkowych udział lokat w aktywach jest nieco niższy (ok. 85%). Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe stanowią ponad 50% pasywów, a udział kapitałów własnych przekracza 40%. Podstawowym źródłem przychodów operacyjnych ubezpieczycieli są składki zarobione na udziale własnym (w obu przypadkach ponad 75% przychodów) oraz przychody z lokat (ok. 20% przychodów).

Działalność funduszy inwestycyjnych opiera się na idei zbiorowego inwestowania, umożliwiającej łączenie oszczędności wielu drobnych inwestorów w większe pakiety, co wzmacnia ich siłę i pozycję na rynku kapitałowym. Dysponowanie znaczącymi kapitałami pozwala także zdywersyfikować portfel inwestycyjny i zredukować w ten sposób ryzyko inwestycyjne. W odróżnieniu od pozostałych instytucji, inwestycje na rynku finansowym stanowią wyłączny cel ich działalności. Zbiorowość funduszy inwestycyjnych jest dość zróżnicowana, ponieważ mogą przyjmować różną konstrukcję (kryterium otwartości) i realizować różne strategie inwestycyjne (kryterium substancji majątkowej). Organizacyjną formą funkcjonowania funduszy inwestycyjnych są towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI). To towarzystwa są instytucjami finansowymi, które tworzą fundusz, zarządzają nim oraz reprezentują go na zewnątrz. Z reguły towarzystwo zarządza więcej niż jednym funduszem, a wynagrodzenie za zarządzanie funduszami stanowi podstawowy składnik jego przychodów operacyjnych (ok. 80%). Specyficzną cechą TFI jest wysoki udział kapitałów własnych w finansowaniu jego działalności (ponad 70%). W analizie porównawczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych i fundusze inwestycyjne należy traktować odrębnie.

Otwarte fundusze emerytalne (OFE) stanowią jeden z trzech filarów zreformowanego systemu emerytalno-rentowego. Specyficzną ich cechą jest cel gromadzenia i lokowania środków – emerytury. Są instytucjami o charakterze komercyjnym, w długim okresie dążą do maksymalizacji zysku, a ich dochodem są opłaty pobierane od członków. Z uwagi na rolę, jaką odgrywają w systemie emerytalnym, fundusze emerytalne mogą mieć jedynie charakter otwarty, a ich polityka inwestycyjna w stopniu o wiele większym niż w przypadku funduszy

inwestycyjnych regulowana jest ustawowo. Organem funduszu jest towarzystwo, a konkretnie – powszechne товариство emerytalne (PTE). Może ono zarządzać maksymalnie dwoma funduszami. Podstawowymi pozycjami przychodów PTE są: wynagrodzenie za zarządzanie funduszem oraz udziały w opłatach pobieranych przez fundusze od wpłaconych składek – udział obu tych pozycji w przychodach operacyjnych sięga 90%. Na podobnym poziomie kształtuje się udział kapitałów własnych w pasywach. Podobnie jak w przypadku funduszy inwestycyjnych, powszechne товариства emerytalne i otwarte fundusze emerytalne w analizie porównawczej należy ujmować odrębnie.

Z przedstawionego opisu wynika, że specyfika poszczególnych instytucji może stanowić przesłankę uzasadniającą zróżnicowanie poziomu rentowności między nimi. Różnią się one przede wszystkim charakterem przychodów i kosztów działalności operacyjnej. Ponadto banki i товариства ubezpieczeniowe w większym stopniu niż товариства funduszy inwestycyjnych i fundusze emerytalnych opierają swoją działalność na środkach pozyskiwanych od klientów niż kapitałach własnych. PTE i TFI nie mają bezpośredniego kontaktu z klientami, albowiem jedynie zarządzają funduszami, które pełnią funkcję autentycznych pośredników finansowych. Nie ma zatem tu ścisłych powiązań między wynikami finansowymi funduszy a wynikiem finansowym товариства. Z kolei wynik finansowy funduszy nie może być podstawą oceny ich rentowności: znacząca jego część jest niezrealizowana i stanowi jedynie księgowy zapis wyceny lokat. Interesującym problemem badawczym jest zatem nie tylko wykazanie różnic w poziomie efektywności między poszczególnymi instytucjami, ale i ocena wpływu pogorszenia koniunktury gospodarczej na ich kondycję finansową.

3. SYMPTOMY SPOWOLNIENIA W GOSPODARCE POLSKIEJ ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM SEKTORA FINANSOWEGO

Kryzys na rynkach finansowych, którego pierwsze symptomy zaobserwowano w połowie 2007 r. w Stanach Zjednoczonych, stosunkowo szybko rozprzestrzenił się na rynki finansowe innych państw i co istotniejsze – jego konsekwencje znalazły przełożenie na sferę realną. W następstwie sytuacji kryzysowej rok 2008 w skali światowej charakteryzował się osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego, które w szeregu krajach przerodziło się w recesję. Polska odczuwa skutki kryzysu globalnego w postaci pogorszenia koniunktury w gospodarce narodowej, które określane jest jako spowolnienie gospodarcze. Wskaźniki ilustrujące symptomy spowolnienia gospodarczego przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Dynamika wybranych wielkości makroekonomicznych w gospodarce polskiej w latach 2006–2009 (ujęcie kwartalne) w odsetkach

Rok i kwartał		Produkt krajowy brutto	Eksport	Import	Nakłady na środki trwałe
2006	I	105,4	122,4	123,7	108,5
	II	106,3	112,8	112,6	115,1
	III	106,6	114,6	116,6	117,3
	IV	106,6	110,1	117,4	116,0
	I-IV	106,2	114,8	117,3	114,9
2007	I	107,4	111,2	115,5	123,8
	II	106,5	108,0	114,0	119,0
	III	106,5	109,0	113,9	116,7
	IV	106,4	108,4	111,5	115,2
	I-IV	106,7	109,1	113,6	117,6
2008	I	106,0	111,1	111,5	115,7
	II	105,8	108,5	108,7	115,2
	III	104,8	107,1	105,9	103,5
	IV	102,9	97,4	99,7	103,5
	I-IV	104,8	105,8	106,2	107,9
I kw. 2009		100,8	85,4	82,4	101,2
II kw. 2009		101,1	85,4	79,7	97,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Departamentu Rachunków Narodowych Głównego Urzędu Statystycznego.

Wyraźnie jest widoczne, że Polska zaczęła odczuwać skutki kryzysu światowego w drugiej połowie 2008 roku, a więc znacznie później w porównaniu z przodującymi pod względem gospodarczym krajami. Równie istotne jest i to, że głównym czynnikiem spadkowej tendencji dynamiki PKB w naszym kraju było zmniejszenie obrotów handlu zagranicznego. Jeżeli uwzględnimy wskaźniki makroekonomiczne w dwóch pierwszych kwartałach 2009 r. i przedstawimy sytuację Polski na tle innych krajów (tab. 2), to wyraźnie jest widoczne, że w odniesieniu do naszego kraju używanie terminu „kryzys” nie jest uzasadnione. Polska jest jedynym spośród wymienionych w tabeli państw, który nie odnotował spadku PKB. Co więcej, w Polsce, w odróżnieniu od innych krajów (poza Francją), w II kwartale tempo wzrostu PKB uległo przyspieszeniu.

Tabela 2. Dynamika PKB w wybranych krajach Unii Europejskiej w IV kwartale 2008 oraz I i II kwartale 2009 r. (w %)

Kraje	Dynamika PKB (analogiczny kwartał roku poprzedniego)		
	IV kw. 2008	I kw. 2009	II kw. 2009
Czechy	99,0	96,6	95,1
Francja	98,9	96,8	97,4
Niemcy	97,9	96,2	94,1
Węgry	96,8	93,6	92,6
Wielka Brytania	96,4	98,1	94,5
POLSKA	102,9	100,8	101,1

Źródło: *Polska gospodarka najlepsza w Europie*, „Rzeczpospolita”, 29–30.08.2009, nr 202, s. 1.

Z interesującego nas punktu widzenia istotny jest wpływ spowolnienia gospodarczego na sektor finansowy. Wybrane informacje dotyczące sytuacji na polskim rynku finansowym w latach 2006–2008 przedstawiono w tabeli 3.

W stosunkowo najkorzystniejszej sytuacji znajdują się banki i firmy ubezpieczeniowe. Aktywa tych instytucji systematycznie rosną (w objętym analizą okresie w bankach zwiększyły się o 52,8%, a w zakładach ubezpieczeń o 27,2%) i wykazują one dodatni wynik finansowy netto. Za niekorzystne zjawisko uznać należy nadmierną aktywność kredytową: wartość udzielonych kredytów wzrosła o 63,8% (w odniesieniu do gospodarstw domowych dwukrotnie), gdy tymczasem depozyty zwiększyły się jedynie o 31,5%. W konsekwencji doprowadziło to do wzrostu zagrożonych należności banków. Na koniec 2008 r. wynosiły one 27 mld zł, na koniec I kwartału 2009 r. ich poziom osiągnął 33 mld, a na koniec II kwartału 2009 r. przekroczył 40 mld. Wzrostowi należności zagrożonych towarzyszy wzrost tzw. „należności pod obserwacją” (w przypadku których opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza 1 miesiąc i nie przekracza 3 miesięcy) z 22 mld na koniec 2008 r. do 29 mld w połowie 2009 r., co może być sygnałem dalszego pogorszenia jakości portfela kredytowego w przyszłości. Osiągnięcie dodatnich wyników finansowych przez banki i zakłady ubezpieczeń świadczy o stabilności ich sytuacji finansowej i tworzy przesłanki dla wzrostu ich potencjału rozwojowego.

Skutki globalnego kryzysu w największym stopniu dotknęły rynek kapitałowy (giełda papierów wartościowych) i powiązane z nim instytucje zbiorowego inwestowania, a w szczególności fundusze inwestycyjne. Wartość akcji notowanych na giełdzie warszawskiej w ciągu 2008 r. spadła o blisko 60%, a aktywa funduszy inwestycyjnych zmniejszyły się o 40%. Wysoki spadek wartości aktywów w funduszach inwestycyjnych uwarunkowany był nie tylko

Tabela 3. Podstawowe dane charakteryzujące rynek finansowy w Polsce w latach 2006–2008 (mld zł)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008
Aktywa			
– banki	681,9	794,9	1041,9
– zakłady ubezpieczeń na życie	67,4	79,6	85,2
– zakłady ubezpieczeń majątkowych	41,2	47,3	52,8
– TFI	1,5	2,2	1,6
– fundusze inwestycyjne	101,6	140,4	83,7
– PTE	2,5	2,7	3,4
– otwarte fundusze emerytalne	117,1	140,0	138,3
Wynik finansowy netto			
– banki	10,7	12,3	14,7
– zakłady ubezpieczeń na życie	2,9	3,9	3,1
– zakłady ubezpieczeń majątkowych	3,8	2,4	3,7
– TFI	0,5	1,0	0,6
– fundusze inwestycyjne	11,2	2,2	–30,2
– PTE	0,6	0,7	0,7
– otwarte fundusze emerytalne	15,2	7,0	–20,5
Depozyty bankowe			
– ogółem	375,6	419,3	494,1
– gospodarstw domowych	125,9	144,8	330,8
– przedsiębiorstw	238,8	262,4	149,1
Kredyty bankowe			
– ogółem	362,5	470,6	593,6
– dla gospodarstw domowych	183,4	254,2	368,6
– dla przedsiębiorstw	138,3	171,7	222,7
Giełdowy rynek akcji			
– kapitalizacja na rynku akcji	635,9	1080,3	465,1
– wartość obrotów akcjami	338,7	479,5	331,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Monitoring banków 2005–2007*, GUS, Warszawa 2008; *Towarzystwa ubezpieczeniowe 2006–2007*, GUS, Warszawa 2008; *Wyniki finansowe banków w 2008 roku*, GUS, Warszawa 2009; *Wyniki finansowe zakładów ubezpieczeń w 2008 roku*, GUS, Warszawa 2009; *Wyniki finansowe towarzystw i funduszy emerytalnych (2006–2008)*, GUS, Warszawa 2007–2009; *Wyniki finansowe funduszy inwestycyjnych i towarzystw funduszy inwestycyjnych (2006–2008)*, GUS, Warszawa 2007–2009; *Roczniki giełdowe (2006–2008)*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

niekorzystnym kształtowaniem się cen instrumentów finansowych, w których lokowane były kapitały, ale i zmniejszeniem liczby jednostek uczestnictwa w rezultacie ich umarzania. Na tle funduszy inwestycyjnej lepiej prezentowały się otwarte fundusze emerytalne, mające zagwarantowany stały dopływ kapitału w postaci składek. Jednak i w tym przypadku, mimo że w 2008 r. do otwartych funduszy emerytalnych ZUS przekazał ponad 20 mld zł składek (w relacji do aktywów z początku tego roku stanowiło to 14,3%), wartość aktywów na koniec roku była niższa.

4. RENTOWNOŚĆ INSTYTUCJI FINANSOWYCH W LATACH 2006–2008

Wykorzystując opisane wcześniej wskaźniki rentowności, postaramy się odpowiedzieć na pytanie: Czy oraz w jakim stopniu spowolnienie gospodarcze w Polsce wywołane globalnym kryzysem ekonomicznym miało wpływ na rentowność głównych instytucji finansowych? Odpowiedź znajdujemy, analizując dane zawarte w tabeli 4. Przedstawiono w niej wartości wskaźników rentowności dla scharakteryzowanych instytucji za lata 2006–2008.

W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na wyraźne różnice w poziomie rentowności między instytucjami finansowymi. Podstawowym wyznacznikiem tego zróżnicowania wydaje się być charakter funkcji spełnianych przez poszczególne instytucje. Relatywnie wysoka rentowność cechuje towarzystwa funduszy emerytalnych i towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Jak już podkreślono, to nie towarzystwa a fundusze dysponują powierzonymi kapitałami, generując przychody, których część przekazują towarzystwom jako wynagrodzenie za zarządzanie. Opłata za zarządzanie stanowi dla funduszu koszt zmniejszający dochód z lokat, a więc pośrednio przyczynia się do obniżenia wartości jednostki uczestnictwa i stopy zwrotu z rentowności inwestycji. Pojawia się więc wątpliwość, czy relatywnie wysoki poziom rentowności TFI i PTE jest w pełni uzasadniony z ogólnospołecznego punktu widzenia. W odniesieniu do funduszy inwestycyjnych oraz otwartych funduszy emerytalnych ocena rentowności możliwa jest jedynie na podstawie aktywów, nie dysponują one bowiem kapitałami własnymi, a przychody z lokat stanowią tylko jeden z elementów decydujących o wyniku finansowym netto.

Następnym czynnikiem różnicującym poziom rentowności, który również odzwierciedla właściwości poszczególnych instytucji finansowych, jest stopień korzystania z dźwigni finansowej. Świadczą o tym rozpiętości między wskaźnikami ROE i ROA. W TFI i PTE znaczenie kapitału własnego jest o wiele większe w porównaniu z bankami i firmami ubezpieczeniowymi, dlatego różnice między tymi wskaźnikami są tu wyraźnie mniejsze. Z tego samego powodu obserwuje się zróżnicowanie rozpiętości między wskaźnikami ROE

Tabela 4. Rentowność instytucji finansowych w latach 2006–2008 (w %)

Wyszczególnienie	Lata	Wskaźniki rentowności ^a			
		ROI	ROA	ROE	RNP
Banki	2006	2,0	1,7	16,8	11,1
	2007	2,0	1,7	17,3	10,8
	2008	2,0	1,6	18,8	7,2
Towarzystwa ubezpieczeń na życie (dział I)	2006	5,8	4,8	35,2	10,3
	2007	5,4	4,5	32,9	10,1
	2008	3,8	3,1	23,0	6,0
Towarzystwa ubezpieczeń majątkowych (dział II)	2006	11,3	9,8	23,5	21,5
	2007	5,6	4,6	10,3	11,3
	2008	7,4	6,7	14,7	15,2
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	2006	52,7	44,9	63,8	21,0
	2007	65,3	55,5	80,6	23,1
	2008	35,4	30,8	40,0	22,6
Powszechne towarzystwa emerytalne	2006	27,6	25,6	55,6	39,1
	2007	30,0	26,0	29,0	38,5
	2008	25,8	24,0	27,2	38,5
Fundusze inwestycyjne	2006	3,5	18,3	X	X
	2007	5,3	1,9	X	X
	2008	-4,2	-28,4	X	X
Otwarte fundusze emerytalne	2006	3,2	15,0	X	X
	2007	3,3	5,5	X	X
	2008	3,8	-14,8	X	X

^a Oznaczenia wskaźników rentowności odpowiadają ich nazwom podanym w tekście. W przypadku funduszy inwestycyjnych oraz otwartych funduszy emerytalnych wskaźnik ROA jedynie działalności lokacyjnej (relacja procentowa wyniku finansowego z lokat do przeciętnej wartości lokat).

Źródło: jak do tabeli 3.

i ROA w odniesieniu do firm ubezpieczeniowych (są one większe w towarzystwach ubezpieczeń na życie). Wynika to nie tylko z charakteru działalności operacyjnej poszczególnych instytucji, ale i z uregulowań ustawowych dotyczących adekwatności kapitałowej, które określają minimalny poziom posiadania funduszy własnych w relacji do ponoszonego ryzyka. Wymogi w tym względzie są odmienne w odniesieniu do poszczególnych kategorii instytucji finansowych.

Należy zwrócić jeszcze uwagę na stosunkowo niski poziom wskaźników rentowności określanych w oparciu o wartość majątku (ROI i ROA) w bankach. Decyduje o tym specyfika działalności bankowej. W aktywach banków znaczący jest udział środków na rachunkach bieżących, które stanowią podstawę bezgotówkowych rozliczeń pieniężnych i w ograniczonym stopniu mogą być w efektywny sposób zagospodarowane przez bank.

Obserwując zmiany w poziomie rentowności w okresie objętym analizą, stwierdzamy, że spowolnienie w gospodarce znalazło w różnym stopniu odzwierciedlenie w wynikach finansowych poszczególnych instytucji sektora finansowego. Wskazywały na to zresztą już wnioski wynikające z oceny tendencji kształtowania się wielkości charakteryzujących rynek finansowy.

W najmniejszym stopniu skutki spowolnienia odczuły banki. Poziom wskaźników ROI i ROA w zasadzie nie uległ zmianie, a wskaźnik ROE wykazuje tendencję wzrostową⁷. Jedyne udziały zysku netto w przychodach (RNP) uległ obniżeniu, co wynikało głównie ze wzrostu kosztów pozyskania depozytów (w 2008 r. nasiliła się konkurencja odsetkowa między bankami określana mianem „wojny depozytowej”). Należy sądzić, że ważnym czynnikiem determinującym tę korzystną sytuację, obok przestrzegania zaleceń Komisji Nadzoru Finansowego dotyczących dyscypliny finansowej, był znaczący wzrost depozytów wynikający z wycofywania kapitałów z funduszy inwestycyjnych i giełdy oraz stabilna polityka pieniężna banku centralnego (czemu sprzyjał stosunkowo niewielki poziom inflacji). Ponadto działające w Polsce banki w niewielkim stopniu inwestowały za granicą, w szczególności w opcje na rynku amerykańskim.

Nieco inaczej przedstawiała się sytuacja w sektorze ubezpieczeń. Towarzystwa ubezpieczeń na życie odnotowały spadek wszystkich wskaźników rentowności, zwłaszcza w 2008 r. Mimo znaczącego wzrostu przychodów (w 2008 r. były one wyższe o 33% w porównaniu z rokiem poprzednim) zmniejszył się zarówno wynik operacyjny, jak i wynik finansowy netto (w obu przypadkach o 21%). Przyczynami takiego stanu rzeczy były: drastyczny wzrost wypłaconych odszkodowań i świadczeń (o 86%), spadek zainteresowania ubezpieczeniami na życie z funduszem inwestycyjnym (wycofywanie się klientów z tej formy ubezpieczenia), znaczący wzrost poziomu rezerwy technicznej oraz ujemny wynik z realizacji lokat.

Towarzystwa ubezpieczeń majątkowych (dział II), po przejściowym pogorszeniu wyników finansowych, w 2008 r. zwiększyły wynik operacyjny o 49,3%

⁷ Sektor bankowy w Polsce pod względem poziomu rentowności na tle banków zachodnioeuropejskich prezentuje się bardzo korzystnie. Z raportu *European Banking Study* sporządzonego na podstawie danych finansowych 4700 instytucji kredytowych z państw UE wynika, że w 2008 r. stopa rentowności ROE wyniosła 3,5% (M. Samcik, *Banki w Europie straciły w kryzysie pół biliona euro*, „Gazeta Wyborcza”, 16.09.2009, s. 29).

w porównaniu z poprzednim okresem, a wynik finansowy netto w jeszcze większym stopniu (o 67,1%). Zdecydowały o tym przede wszystkim bardzo dobre efekty działalności lokacyjnej – wynik z działalności lokacyjnej zwiększył się ponad dwukrotnie. W odróżnieniu od ubezpieczeń na życie, w ubezpieczeniach majątkowych kwota wypłaconych odszkodowań wzrosła w stosunkowo niewielkim stopniu. W rezultacie poprawie uległy wszystkie wskaźniki rentowności.

Jak już zasygnalizowano, negatywne skutki spowolnienia w największym stopniu dotknęły te segmenty rynku finansowego, których działalność koncentruje się na lokowaniu gromadzonych kapitałów w instrumenty finansowe, przede wszystkim w papiery wartościowe. Ścisłe powiązanie instytucji zbiorowego inwestowania z kapitałowym sprawia, że w okresie hossy ich rentowność wzrasta, natomiast w okresie bessy ulega obniżeniu.

Należy przy tym zauważyć, że instytucje zarządzające funduszami odnotowały jedynie zmniejszenie poziomu rentowności, natomiast straty poniosły fundusze. W korzystniejszej sytuacji znajdują się instytucje zbiorowego inwestowania reprezentujące II filar systemu ubezpieczeń społecznych. Mają one zagwarantowany stały dopływ kapitału, a stosunkowo wysokie opłaty pobierane za zarządzanie niewątpliwie stawiają je w sytuacji uprzywilejowanej.

Wskaźniki rentowności powszechnych towarzystw emerytalnych w 2008 r. były w niewielkim stopniu niższe niż rok wcześniej, a poziom wskaźnika RNP nie uległ nawet zmianie. Znaczący spadek poziomu stopy ROE w porównaniu z rokiem 2007 wynikał z ponad dwukrotnego wzrostu kapitału własnego. Otwarte fundusze emerytalne w 2008 r. osiągnęły dodatni wynik operacyjny o 27% wyższy w porównaniu z poprzednim rokiem, co zapewniło im wzrost poziomu wskaźnika ROI, jednak rentowność aktywów OFE mierzona zyskiem netto (stopa ROE) jest ujemna (-14,8% w porównaniu z 5,5% w 2007 r.). Strata netto w wysokości 20 mld to konsekwencja spadku wartości portfela inwestycyjnego, w którym na koniec 2007 r. prawie 35% stanowiły akcje spółek notowanych na giełdzie (w 2008 r. udział tych papierów wartościowych zmniejszył się do ok. 22%). Średnia ważona trzyletnia stopa zwrotu (podstawowy wskaźnik oceny efektywności inwestycji w ramach II filaru ubezpieczeń) dla wszystkich otwartych funduszy inwestycyjnych za okres 30.09.2005 – 28.09.2008 wyniosła jedynie 12,6% (w okresie 30.09.2004 – 29.09.2007 była kilkakrotnie wyższa: 52,5%). Skutki obniżenia rentowności odczuwają członkowie OFE, zobligowani do płacenia składek ubezpieczenia emerytalnego. Aktualna wartość jednostki uczestnictwa, podobnie jak aktualna stopa zwrotu dla większości członków nie mają jednak większego znaczenia, albowiem o wysokości otrzymywanej w przyszłości emerytury decyduje wartość zgromadzonego kapitału w chwili przejścia na emeryturę. Mogą natomiast decydować o ewentualnej zmianie funduszu emerytalnego.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych, podobnie jak powszechne towarzystwa emerytalne, utrzymały relatywnie wysoki poziom rentowności (w porównaniu z bankami i zakładami ubezpieczeń), jednak w 2008 r. uległ on wyraźnemu obniżeniu: stopa ROE zmniejszyła się z 80,6% do 40,0%, a stopa ROI z 65,3% do 35,4%. Przychody TFI spadły aż o 43%. W zbliżonym stopniu zmniejszeniu uległy zarówno wynik operacyjny i wynik netto TFI, jak i aktywa funduszy inwestycyjnych. Fundusze inwestycyjne w największym stopniu odczuły następstwa ucieczki za granicę pieniądza i załamania trendu wzrostu akcji na GPW w Warszawie. Umorzenia jednostek uczestnictwa, przeceny wartości papierów wartościowych wywołane nie tylko spadkiem notowań giełdowych, ale także załamaniem kursu złotego przyczyniły się do ujemnego wyniku operacyjnego funduszy inwestycyjnych w 2008 r. (strata 30,2 mld zł), gdy tymczasem w 2006 r. wynik operacyjny wynosił 11,2 mld, a w 2007 r. 2,2 mld. Rentowność działalności lokacyjnej (-28,4%) funduszy inwestycyjnych była dwukrotnie niższa w porównaniu z otwartymi funduszami emerytalnymi (-14,8%). Wszystkie fundusze akcyjne i zrównoważone wykazały ujemne roczne stopy zwrotu. W funduszach o największych aktywach wyniosły one: Arka BZWBK Akcji -55,5%, Arka BZWBK -43,1%, Pionier Akcji Polskich -59,1%, Pionier Zrównoważony -40,1%. Dodatkowo, aczkolwiek niezbyt wysokie, stopy zwrotu odnotowały jedynie fundusze obligacji oraz gotówkowe i rynku pieniężnego (np. Arka BZWBK Obligacji 4,0%, Pionier Obligacji Plus 4,1%). W 2008 r. uległy likwidacji 23 fundusze inwestycyjne otwarte.

PODSUMOWANIE

Wnioski z analizy oceniającej rentowność instytucji finansowych działających w Polsce są optymistyczne. Zróżnicowanie poziomu rentowności między instytucjami nie jest zjawiskiem negatywnym. Uwarunkowane jest ono przede wszystkim specyfiką poszczególnych instytucji. Pogorszenie sytuacji makroekonomicznej w krajach wysoko rozwiniętych oraz trudne warunki na globalnych rynkach finansowych, z uwagi na powiązania polskiej gospodarki z gospodarką światową, musiały wywrzeć negatywny wpływ na sytuację sektora finansowego w Polsce. Analiza rentowności głównych instytucji finansowych wykazała, że banki i zakłady ubezpieczeń były w stanie generować dodatnie wyniki finansowe, pokrywając jednocześnie koszty ryzyka związanego z prowadzoną działalnością. Skutki spowolnienia gospodarczego odczuły natomiast instytucje silnie powiązane z rynkiem kapitałowym: fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne. Optyризmem napawa natomiast fakt, że zarządzające funduszami towarzystwa odnotowały wprawdzie pogorszenie wskaźników rentowności, jednak utrzymały dodatni wynik finansowy netto. Stabilizacja sytuacji gospodarczej

i pozytywne symptomy na światowych rynkach finansowych, obserwowane od początku 2009 r., pozwalają wnioskować, że po przejściowym załamaniu efektywność funkcjonowania instytucji finansowych ulegnie poprawie.

Miroslaw Wypych

**EFFICIENCY OF FINANCIAL SECTOR INSTITUTIONS IN TIME
OF SLOWING GDP GROWTH**

(Summary)

Banks, insurance companies, investment funds and open retire funds, are main part of financial system. They are called public thrust institutions. Financial situation this institutions describing conditions in national economy. Very important are continues financial analyses his efficiency. In paper were analyzed efficiency of financial institutions with slowing of GDP growth in Poland in 2008, which was cause by world financial crisis. Analysis rate of return the main institutions for years 2006 – 2008 shows, that result of slowing economy, hit in institutions of capital market: investment funds and retire funds. Banks, insurance companies, and firms manage investment funds and open retire funds, apart lower efficiency, shows net income, cover cost of risk join with running activity.