

Urszula Banaszczak-Soroka
Uniwersytet Wrocławski

Wpływ globalnego kryzysu finansowego pierwszej dekady XXI w. na sytuację finansową domów i biur maklerskich¹ w Polsce

JEL Classification: G01, G24

Keywords: hossa, bessa, investment firms, financial results of brokerage houses, economic crisis.

Abstract

Influence of global financial crisis of first decade of XXI century on financial status of brokerage houses and offices in Poland

Among the capital market institutions very important role is played by subjects offering brokerage services. They are agents in deals which are made on stock exchanges. This function is the source of many duties for brokerage offices. Security of brokerage branch activity strongly influences stability of whole capital market, both in periods of slup and bull market.

One of the factors in brokerage branch evaluation is its financial situation measured with income and elements which are creating this income (outcome of brokerage, capital and investment activity). Experience of Polish market shows that not always brokerage activity has biggest share in the structure of whole outcome. Contrary it could be its little part what happened during 2007 slump. This fact can be disturbing regarding that MFID directive puts on brokerage branch many financial restrictions which limits income from capital and investment activity.

¹ Domy i biura maklerskie to polskie firmy inwestycyjne, którym licencji udzieliła Komisja Nadzoru Finansowego lub jej poprzedniczki. W Polsce mogą również prowadzić działalność zagraniczne firmy inwestycyjne oraz zagraniczne osoby prawne. Te pierwsze to podmioty, które uzyskały licencję w jednym z państw macierzystych UE (mają tam siedzibę lub/i centralę), a w Polsce mogą otwierać oddziały lub prowadzić działalność zdalnie na zasadzie jednolitej licencji. Nie muszą występować o licencję KNF. Te drugie to podmioty mające swoje siedziby w państwach OECD oraz WTO, które mogą prowadzić działalność maklerską w Polsce po uzyskaniu zgody KNF. Zob. art. 115–118 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538) (dalej jako: ustawa o obrocie).

Wstęp

W roku 1991 uchwalono ustawę o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych². Regulowała ona zasady działania rynku kapitałowego w Polsce oraz wyznaczyła podmioty tworzące jego infrastrukturę instytucjonalną. Wśród tych instytucji wskazano podmioty uprawnione do wykonywania czynności maklerskich, enumeratywnie wymienionych i zastrzeżonych dla powstającej branży maklerskiej. Podstawowy katalog czynności obejmował: brokerkę, oferowanie papierów wartościowych, zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych, doradztwo inwestycyjne oraz nabywanie i zbywanie instrumentów we własnym imieniu i na własny rachunek. W następnych latach ustawodawca konsekwentnie rozszerzał katalog czynności maklerskich, zwiększając skalę świadczonych usług. To z kolei rodziło nowe rodzaje ryzyka i zwiększało odpowiedzialność branży maklerskiej wobec nie tylko inwestorów, lecz całego rynku kapitałowego.

Jednym z podstawowych wyznaczników siły i bezpieczeństwa branży jest jej kondycja finansowa. Uzależniona jest ona od wielu czynników, między innymi: skali działania, przyjętej formy organizacyjno-prawnej, organizacji wewnętrznej itd., ale także od sytuacji na giełdzie, która periodycznie wstrząsana jest różnej rozpiętości turbulencjami. Jedne z nich noszą nazwę płytkich i krótkotrwałych korekt, inne to głębokie i długo trwające okresy hossy lub bessy. Ostatnia bessa, poprzedzona wielomiesięczną hossą, dotknęła polski rynek kapitałowy na przełomie 2007 i 2008 r. Była ona konsekwencją globalnego kryzysu finansowego, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, a potem rozpełzł się na cały świat.

Celem artykułu jest zbadanie wpływu bessy i poprzedzającej ją hossy na kondycję finansową domów i biur maklerskich.

Branża maklerska w Polsce

Obecnie zakres działalności maklerskiej wyznaczają art. 69 i 70 ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi³, wskazując te czynności, które:

— obligatoryjnie wykonuje (czynności podstawowe) uprawniony podmiot; przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia maklerskich instrumentów finansowych, nabywanie lub zbywanie na własny rachunek maklerskich instrumentów finansowych, zarządzanie portfelem, oferowanie papierów wartościowych;

² Dz.U. z 1991 r. Nr 35, poz. 155.

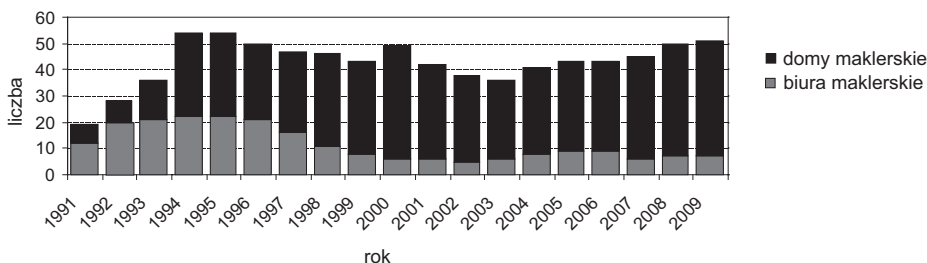
³ Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538.

— wykonuje podmiot uprawniony do świadczenia usług maklerskich, ale także inne licencjonowane podmioty na mocy innych ustaw⁴ (czynności dodatkowe); prowadzenie rachunków papierów wartościowych oraz rachunków pieniężnych służących do ich obsługi, doradztwo inwestycyjne, organizowanie alternatywnego obrotu, subemisje inwestycyjne i usługowe;

— uznawane są za maklerskie, jeśli są wykonywane przez firmę inwestycyjną, np.: prowadzenie rachunków inwestycyjnych, udostępnianie skrytek sejfowych, doradztwo dla przedsiębiorstw (w zakresie struktury kapitału, fuzji, przejęć i podziału itd.), udzielanie pożyczek na zakup papierów wartościowych, wymiana walutowa itd.;

— są dozwolone, chociaż nie są wymienione enumeratywnie w ustawie, np.: pożyczanie papierów wartościowych, nieodpłatne rekomendacje, prowadzenie księgi akcyjnej dla spółki niepublicznej, pośredniczenie w udzieleniu przez bank kredytów na zakup papierów wartościowych, prowadzenie działalności edukacyjnej w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego⁵.

Działalność maklerska jest licencjonowana. W Polsce koncesji udziela Komisja Nadzoru Finansowego wobec: domów maklerskich (zobowiązane są do przyjęcia formy spółki kapitałowej) oraz banków prowadzących działalność maklerską (świadczenie przez bank usług maklerskich w wydzielonym organizacyjnie biurze maklerskim). Siedziby lub/i centrale polskich firm inwestycyjnych są zlokalizowane w Polsce. Liczba domów i biur maklerskich ulega ciągłej zmianie. Jedne rozpoczynają działalność, inne łączą się lub są przejmowane, jeszcze innym KNF odbiera licencję (rys. 1).



Rys. 1. Liczba domów i biur maklerskich w latach 1991–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

⁴ Na przykład alternatywny system obrotu może organizować giełda, usługę subemisji może świadczyć bank lub fundusz inwestycyjny itd.

⁵ Szerzej: U. Banaszczak-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Warszawa 2008, s. 77–98.

Tab. 1. Wybrane źródła przychodów i kosztów poszczególnych typów działalności domów i biur maklerskich

Działalność maklerska	
Przychody: 1. Prowizje: <ul style="list-style-type: none"> • od operacji papierami wartościowymi we własnym imieniu na rachunek dającego zlecenie • z tytułu oferowania papierów wartościowych • z tytułu przyjmowania zleceń kupna i umarzania jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych 2. Inne przychody: <ul style="list-style-type: none"> • z tytułu prowadzenia rachunków inwestycyjnych • z tytułu zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie • z tytułu zawodowego doradztwa • inne 	Koszty: <ul style="list-style-type: none"> • opłaty na rzecz GPW, KDPW, KNF, izby gospodarczej itd. • wynagrodzenia z ubezpieczeniami i świadczeniami na rzecz pracowników • koszty rzeczowe (zużycie materiałów, utrzymanie budynków itd.) • inne
Działalność inwestycyjna	
Przychody: <ul style="list-style-type: none"> • zysk ze sprzedaży lub umorzenia • dywidendy i inne udziały w zyskach • odsetki 	Koszty: <ul style="list-style-type: none"> • straty ze sprzedaży • inne (korekta aktualizacji wyceny, pozostałe)
Działalność lokacyjna	
Przychody: <ul style="list-style-type: none"> • odsetki od udzielonych pożyczek • odsetki od lokat i depozytów • inne 	Koszty: <ul style="list-style-type: none"> • odsetki od kredytów i pożyczek • inne

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego *Rachunek zysków i strat domów i biur maklerskich*, GUS, www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_pg_wyn_fin_biu_dom_makl_w_2009.pdf (dostęp: 20 kwietnia 2011).

Katalog czynności wskazanych jako maklerskie determinuje rodzaje produktów, jakie swoim klientom mogą proponować pośrednicy, a równolegle pozwala na dokonanie wyboru skali prowadzonej działalności. Taka sytuacja powoduje, że są domy lub biura maklerskie proponujące cały pakiet usług (np. CDM Pekao S.A.), działalność jednych sprowadza się do zarządzania portfelem na zlecenie

(np. BZ WBK AIB Asset Management), a innych tylko do oferowania papierów wartościowych (np. Dom Maklerski WDM)⁶.

Biorąc pod uwagę ograniczone możliwości dotarcia do wszystkich sprawozdań finansowych podmiotów maklerskich, autor zdecydował o wyborze dla zaprezentowania sytuacji branży podejście oparte na materiałach GUS. Zasadniczym źródłem informacji finansowych wykorzystanych w badaniu jest rachunek zysków i strat publikowany przez GUS w raportach pt. *Wyniki finansowe domów i biur maklerskich*⁷.

Na kondycję finansową branży maklerskiej decydujący wpływ mają przychody i związane z nimi koszty z trzech typów działalności:

- maklerskiej (świadczenie usług maklerskich);
- inwestycyjnej (nabywanie i sprzedaż instrumentów finansowych we własnym imieniu i na własny rachunek, w tym także udział w subemisjach, pełnienie funkcji animatora rynku lub emitenta itd.);
- lokacyjnej (lokowanie wolnych środków klientów i środków własnych na rachunkach i lokatach w bankach).

Wynik z działalności maklerskiej i inwestycyjnej decyduje o wysokości wyniku operacyjnego, który utożsamia osiągnięty zysk lub poniesioną stratę z szeroko rozumianymi usługami maklerskimi. Dodanie do wyniku lub odjęcie od niego operacyjnego zysku/straty z działalności lokacyjnej określa ostateczny wynik finansowy brutto branży maklerskiej⁸.

1. Hossa 2004–2007

W 2000 r. pękła bańka internetowa (*dot-com bubble*), rozpoczynając w Polsce trwającą 18 miesięcy bessę, której prostym podsumowaniem może być spadek wartości indeksu WIG o 49%. Przez dwa lata branża maklerska odczuwała skutki kryzysu. Najgorszy, mierząc wynikiem z działalności gospodarczej brutto, dla przedsiębiorstw maklerskich był rok 2002. Wszystkie domy i biura maklerskie wypracowały jedynie 30,7 mln zł zysku brutto. Biura maklerskie, które dłużej ponosiły konsekwencje załamania rynku giełdowego odnotowały 2,4 mln zł straty, a domy maklerskie wypracowały zysk brutto w wysokości 33,1 mln zł.

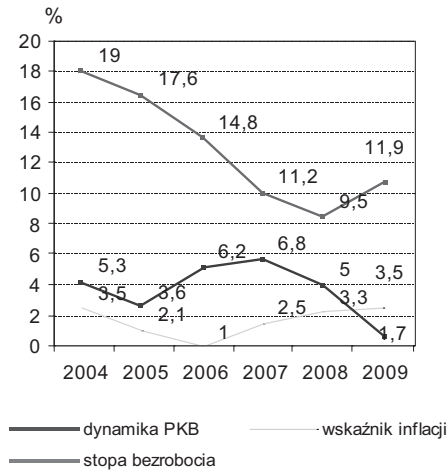
Dodatni wynik finansowy brutto w domach maklerskich wynikał przede wszystkim z bardzo dobrych rezultatów działalności finansowej (80 mln zł zysku) oraz działalności inwestycyjnej (20 mln zł zysku). Podobnie biura maklerskie

⁶ Pełny wykaz polskich firm inwestycyjnych oraz zakresu wykonywanych czynności maklerskich zawiera informacja zamieszczona na stronie KNF: www.knf.gov.pl/Images/zakres_dzialalnosci_firm_inwestycyjnych (dostęp: 15 kwietnia 2011).

⁷ www.stat.gov.pl/gus/5840_1157_PLK_HTML.htmNp (dostęp: 15 kwietnia 2011).

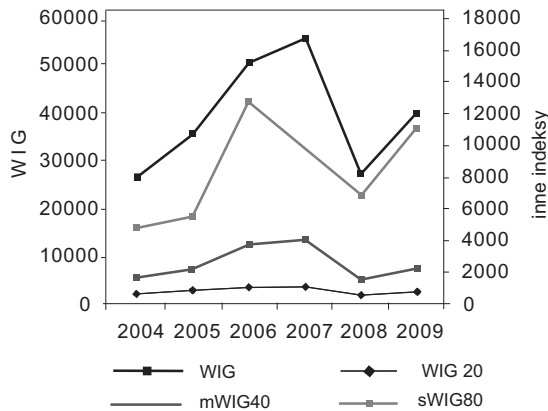
⁸ Biura maklerskie nie są płatnikami podatku dochodowego, gdyż działają w strukturach banku i to bank uwzględni i rozlicza ich wynik w rachunku wyników z całokształtu działalności. Dlatego dla oceny branży przyjmowany jest wynik finansowy brutto.

przed głębszymi stratami uchronił tylko zysk z działalności finansowej (25 mln). Na podstawowej działalności maklerskiej branża traciła. W domach maklerskich strata wynosiła ponad 40 mln zł, a w biurach maklerskich ponad 30 mln zł.



Rys. 2. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne z lat 2004–2009 (stan na koniec roku) w %

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.



Rys. 3. Wartość indeksów w latach 2004–2009 (stan na koniec roku) w pkt

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Dopiero w 2004 r. inwestorzy i emitenci uwierzyli, po raz kolejny, w możliwości rynku kapitałowego. Rozpoczęła się lepsza koniunktura na giełdzie, wywołana wieloma czynnikami makroekonomicznymi, np.: wzrastającą dynamiką

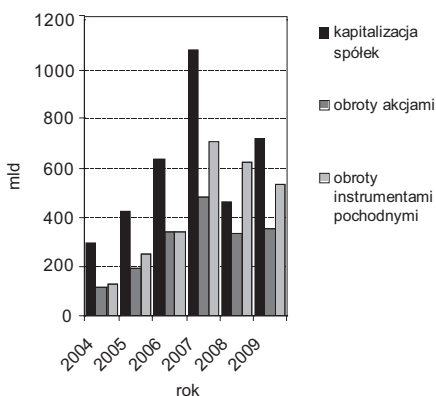
PKB, spadkiem bezrobocia, rosnącymi cenami nieruchomości, obniżającym się wskaźnikiem inflacji itd. (rys. 2).

Dnia 1 maja 2004 r. Polska staje się pełnoprawnym członkiem UE, otwierając szeroko drzwi swobodnego przepływu kapitału. Na giełdę powoli powraca optymizm wspierany dobrymi informacjami płynącymi także z rynku amerykańskiego. FED obniżył w połowie 2003 r. główną stopę procentową do poziomu 1%, aby uspokoić rynek po turbulencjach początku XX w. (pęknięcie bańki internetowej, zamach terrorystyczny, fala afer finansowych spółek notowanych na NYSE itd.).

W roku 2004 branża maklerska zanotowała znaczący przyrost przychodów z 967 mln zł do 1307 mln zł (tj. o 35%). Ponieważ koszty rosły w znacznie wolniejszym tempie, bo tylko o 8%, to wynik brutto branży był znacznie korzystniejszy niż przed rokiem — 519 mln wobec 238 mln zł. W tym samym czasie przychody domów maklerskich wzrosły blisko o 30% (do poziomu 1046,8 mln zł), a koszty nieco bardziej niż średnia dla branży, bo o 9,8% (do poziomu 646 mln zł). W konsekwencji średnio wynik finansowy brutto domów maklerskich osiągnął 400 mln zł. W strukturze przychodów domów maklerskich dominowały przychody z działalności maklerskiej. Ich udział w przychodach ogółem stanowił 68,6%. Po stronie kosztów także koszty działalności maklerskiej, których udział stanowił aż 83%. W biurach maklerskich przychody wzrosły ze 161 mln zł w 2003 r. do 261 mln zł w 2004 r. (wzrost o 61%), a koszty odpowiednio ze 111 mln zł w 2003 do 142 mln w 2004 r. (wzrost o 28%). Tak korzystna proporcja przychodów i kosztów pozwoliła wypracować 118 mln zł zysku brutto, czyli o 68,2 mln zł więcej niż przed rokiem (rys. 6 i 7).

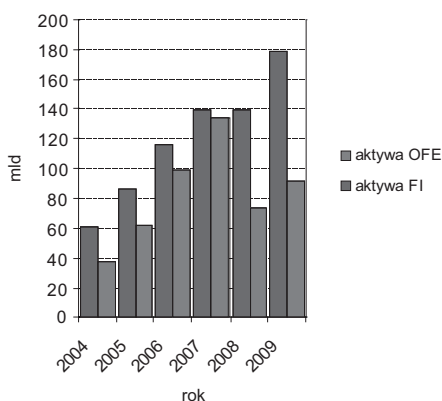
U źródeł dobrych wyników finansowych domów i biur maklerskich, które w kolejnych latach są coraz lepsze, zanotować możemy między innymi: wzrost liczby debiutów na giełdzie (w tym spółek zagranicznych), coraz większe obroty giełdowe akcjami oraz instrumentami pochodnymi, wzrost kapitalizacji giełdy. W roku 2004 na debiut zdecydowało się 36 spółek (wcześniej wejść na parkiet zdecydowało się tylko kilku emitentów w roku), rok później 35, potem w kolejnym 38, a w 2007 aż 81 spółek. W latach 2004–2007 Skarb Państwa przeprowadził kilka prywatyzacji, między innymi takich potentatów, jak Bank PKO BP S.A. czy PGNiG. Kapitalizacja giełdy wzrosła w latach 2004–2007 o 789 mln zł (z 261 mln zł do 1080 mln zł), wartość obrotu akcjami wzrosła czterokrotnie, a instrumentami pochodnymi blisko sześciokrotnie (rys. 4).

W Polsce do „gry” giełdowej coraz aktywniej wchodzi fundusze inwestycyjne, które zachęcają Polaków do włączenia się w tak łatwy sposób pomnażania pieniędzy. W okresie czterech lat (od 2003–2007) aktywa funduszy inwestycyjnych wzrosły z poziomu 33 mld zł do 133,8 mld zł. Fundusze inwestycyjne stały się największym inwestorem giełdowym wśród inwestorów instytucjonalnych (ponad 40% udział w obrotach giełdowych w tej grupie). Do funduszy inwestycyjnych dołączył także inny podmiot zbiorowego inwestowania (przymusowego



Rys. 4. Kapitalizacja spółek oraz wartość obrotu akcjami instrumentami pochodnymi (w mld zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.



Rys. 5. Aktywa OFE i funduszy inwestycyjnych (FI) w mld zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

oszczędzania) — Otwarte Fundusze Emerytalne, stanowiące drugi, kapitałowy filar zreformowanego systemu emerytalnego. One w ramach swojej ograniczonej ustawami polityki inwestycyjnej, z aktywami na poziomie funduszy inwestycyjnych, stały się drugim w kolejności inwestorem wśród inwestorów instytucjonalnych (rys. 5).

Obrazem kondycji rynku giełdowego są indeksy giełdowe. Indeks WIG, charakteryzujący sytuację całej giełdy w okresie 2002–2007, wzrósł o 387%. Największy skok dotyczy indeksu sWIG80, do którego wchodzi małe spółki, a wśród nich z branży deweloperskiej i budowlanej. Dynamika jego wzrostu wyniosła aż 931% (rys. 3).

Rok 2007 był najlepszy dla branży maklerskiej w jej całej historii. Zysk brutto wypracowany przez firmy inwestycyjne zbliżył się prawie do 1,9 mld zł. Rentowność obrotu wyniosła 51,3%, gdy w najgorszym, 2001 r., zaledwie 1,7%. Najbardziej dynamicznie rozwijały się domy maklerskie. Wypracowały one w 2007 r. 1 717 mln zł wobec 33 mln zł w najgorszym — 2002 r. Biura maklerskie zanotowały zysk brutto w wysokości 172 mln zł i wobec najgorszego z 2002 r. wygenerowały stratę 2,4 mln zł. Największy udział w wypracowanym zysku brutto miał w biurach maklerskich wynik z działalności maklerskiej — 124 mln zł, inwestycyjnej — 11,6 mln zł oraz lokacyjnej — 37 mln zł. Biurom maklerskim także świadczenie usług typowo maklerskich przyniosło sowite profity — ponad 1 mld zł, ale także nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych na własny rachunek — 428 mln zł, oraz lokowanie wolnych pieniędzy w bankach — 217 mln zł. Rosły przychody wywołane dobrą koniunkturą na giełdzie, ale także koszty, ponieważ branża maklerska decydowała się na wzrost płac, inwestowała w siedziby i informatykę, poprawiała warunki obsługi klientów (rys. 6 i 7).

2. Bessa — kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych

Po 70 miesiącach hossy euforia połowy 2007 roku przemieniła się najpierw w niepokój, niedowierzanie, strach, a potem panikę. Wszystko zaczęło się w Ameryce wiele lat wcześniej, gdy rządzący socjaldemokraci uregulowali kwestie dostępności do kredytów dla mniej zamożnych mieszkańców, a bankom umożliwiły sekurytyzację zobowiązań⁹. Potem, gdy FED obniżył stopę procentową do najniższej od 40 lat — do poziomu 1%, dając w ten sposób zielone światło gospodarce — wiele uboższych rodzin pomyślało o zakupie własnego domu. Pożyczek udzielały wyspecjalizowane firmy hipoteczne, takie jak: New Central Financial czy American Home Mortgage. Zabezpieczeniem były kupowane domy. Na ich ofertę zdecydowało się ponad 2 mln klientów, którzy nie zdawali sobie sprawy z długofalowych konsekwencji swoich decyzji, tym bardziej że same firmy hipoteczne całkowicie lekceważyły ryzyko. Dziś tę grupę klientów określa się „NINJA” — „no income” (bez dochodów), „no job” (bez pracy), „no asset” (bez majątku)¹⁰. Domy, nawet po kilka, kupowały także rodziny zamożniejsze, korzystając z kredytu, traktując je jako świetną lokatę kapitału przy wzrastających cenach nieruchomości.

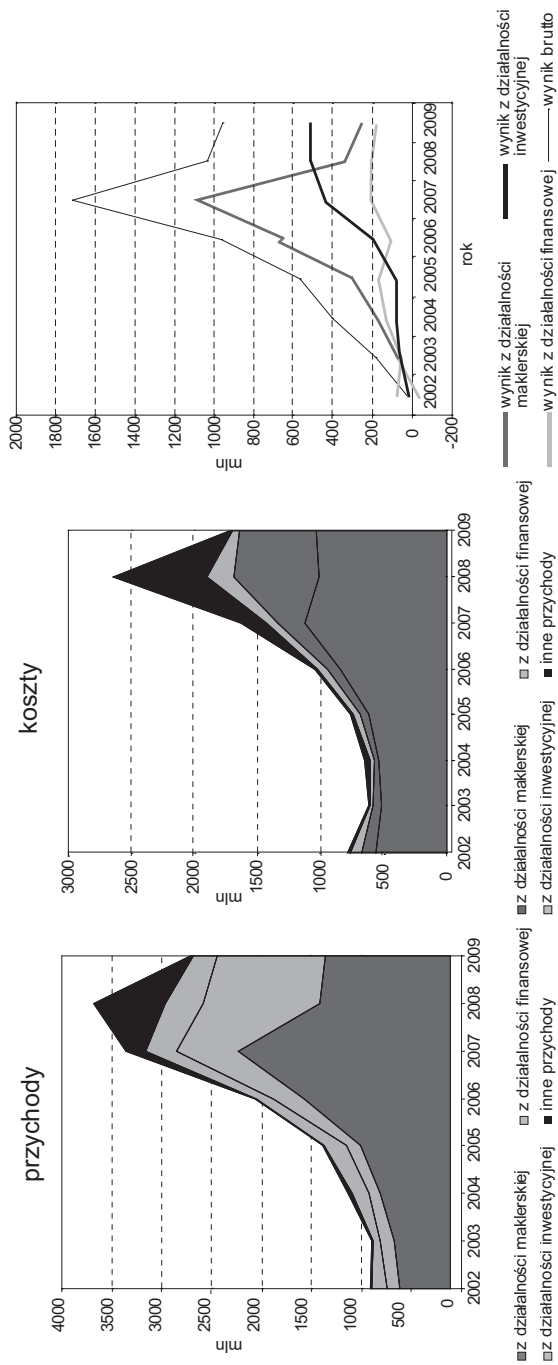
Gospodarka amerykańska była w coraz lepszej kondycji. Aby nie dopuścić do inflacji, FED zaczął podnosić stopy procentowe. Od czerwca 2004 do czerwca 2006 r. Bank Centralny operację tę wykonywał 17 razy, aż do poziomu 5,25%, co w sposób bezpośredni przekładało się na cenę kredytu. W 2006 r. popsuła się koniunktura na rynku nieruchomości. Budowano coraz mniej, a ceny nieruchomości, wywindowane ponad miarę, zaczęły tracić impet wzrostowy. Coraz więcej dłużników decydowało się na sprzedaż domu, gdy w budżetach domowych zabrakło środków na spłatę zobowiązań. Podaż nieruchomości była coraz większa, a popyt coraz mniejszy, nawet przy spadających z dnia na dzień cenach.

W lutym 2007 r. bank HSBC, podając informacje o niższych od zakładanych wynikach finansowych, wskazał ich główne źródło: znaczący pakiet zagrożonych kredytów. W marcu ukazał się raport Mortgage Bankers Association, który ujawnił podobną sytuację w całym sektorze bankowym¹¹.

⁹ O bezpośrednich i pośrednich przyczynach kryzysu szerzej: W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI w. Przyczyny. Przebieg. Skutki. Prognozy*, Warszawa 2009, s. 25–83, 96–104.

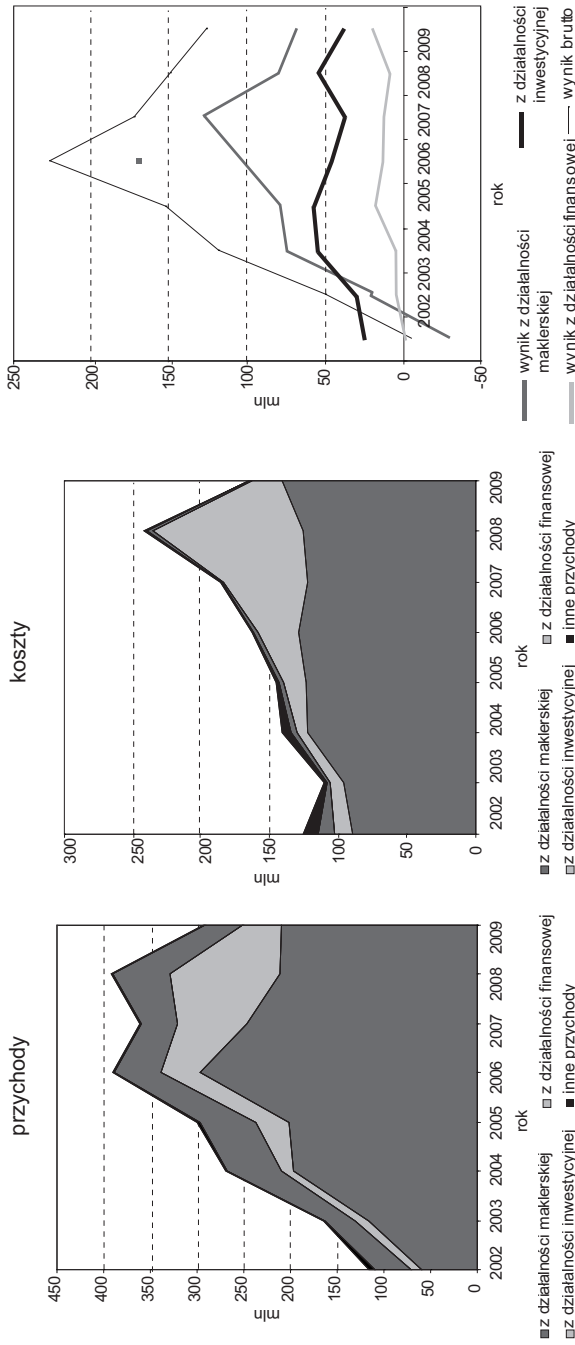
¹⁰ Segment kredytów *subprime* powstał w latach 70. XX w. i w dużej mierze pozostawał poza nadzorem FED, także dlatego, że udzielały ich instytucje niebankowe.

¹¹ I. Morawski, *Giełdy i rynki zadrzałay*, „Rzeczpospolita” 18 marca 2008; straty banków na inwestycjach w obligacje opartych na kredytach hipotecznych w USA: Citigroup — 18 mln dolarów, Merrill Lynch — 14,1 mln dolarów, UBS — 13,5 mln dolarów, Morgan Stanley — 9,4 mln dolarów, HSBC — 3,4 mln dolarów. T. Prusek, *Sądny dzień dolara i giełd*, „Gazeta Wyborcza” 18 marca 2008.



Rys. 6. Przychody, koszty i wyniki finansowe domów maklerskich w latach 2002–2009 (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i KNF.



Rys. 7. Przychody, koszty i wyniki finansowe biur maklerskich w latach 2002–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i KNF.

W kwietniu 2007 r. ogłosiła upadłość New Central Financial — firma, która przez 12 lat udzieliła pożyczek dla 1,4 mln klientów na kwotę 225 mld dolarów. W ten sposób świat dowiedział się o problemach instytucji udzielających pożyczek i kredytów hipotecznych. Pękła bańka nieruchomości. Banki upomniały się o swoje pieniądze i zaczęła się określona mianem *forece-losure* — windykacja niespłacanych kredytów, zajmowanie domów i ich licytacja. Na koniec 2007 r. ceny domów spadły o 13%.

Banki udzielały kredytów za większe kwoty, niż miały pieniędzy. Cały biznes kręcił się na podstawie emisji obligacji zabezpieczonych hipotekami. Obligacje te chętnie nabywały banki do swoich portfeli, wierząc w bezpieczeństwo rynku nieruchomości¹². Gdy zaczęły tanieć domy, wraz z nimi spadała wartość hipotek. Inwestorzy nie mieli już ochoty kupować nowych obligacji, a stare trzeba było wykupić. Banki tworzą ogromne rezerwy, co uderza w ich wyniki finansowe. Pierwszy ogłasza upadłość Bank Bear Stearns (piąty pod względem aktywów bank inwestycyjny w USA), który, jak szacowano, w swoich aktywach miał 30 mld dolarów ulokowanych w toksycznych obligacjach. Podobne zjawisko boomu cen nieruchomości i rozwoju branży budowlanej, chociaż nie na taką skalę jak w USA, występowało w Polsce. Ceny nieruchomości rosły, a banki zachęcały do zaciągania kredytów. Różnica polegała na tym, że w Polsce osoby ubiegające się o kredyt musiały mieć zdolność kredytową, a Rada Polityki Pieniężnej długo utrzymywała stopy procentowe na stałym poziomie. Okolicznościom załamania na rynku nieruchomości w USA, które przerodziło się w kryzys finansowy, w Polsce towarzyszyło pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku małych spółek, m.in. w sektorze deweloperów i budownictwa.

Giędy działają jeszcze siłą rozpędu. 9 października 2007 r. Dow Jones Industrial Average bije rekord wszech czasów. Na zamknięciu jest wart 14 164,53 pkt. Rok bessy (do 8 października 2008) zabrał indeksowi 35%. Podobnie było w Polsce: od lipca 2007 do października 2008 r. WIG spadł o 62,6%, co oznaczało jego powrót do poziomu sprzed czterech lat (rekord indeksu WIG przypada na 6 lipca 2007 r. — 67 586 pkt). Tempo przeceny akcji było niemal identyczne (w pierwszej fazie) jak w okresie bessy wywołanej bańką internetową¹³.

W 2008 roku sytuacja kryzysu finansowego odcisnęła swoje piętno na zachowaniach inwestorów, wskutek których kapitalizacja spółek notowanych na rynku regulowanym obniżyła się o 57% (z ponad 1 mld zł na koniec 2007 do 465 mln na koniec 2008 r.), obroty akcjami spadły o 30%, a instrumentami pochodnymi

¹² *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, NBP, Warszawa wrzesień 2009 (www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/polska_wobec_swiatowego_kryzysu_gospodarczego_2009/polska_wobec_swiatowego_kryzysu_gospodarczego.html) (dostęp: 10 lutego 2011).

¹³ Największy spadek DJ zanotował w trakcie wielkiego kryzysu. Po długotrwałej hossie pomiędzy sierpniem 1929 a lipcem 1932 Dow Jones zmalał (bez uwzględniania inflacji) o 89%, doprowadzając do bankructwa wielu inwestorów. Bessa trwała 34 miesiące.

o około 11%. Mimo złej sytuacji zadebiutowały 33 spółki, rozwijał się powstały w 2007 r. rynek alternatywny, na którym pod koniec 2008 r. notowano 84 spółki.

Wynik finansowy brutto branży maklerskiej ukształtował się na poziomie 1 194 mln zł i był niższy niż w 2007 r. o 695 mln zł (spadek o 58%). Dodatni wynik wypracowały biura maklerskie na poziomie 150 mln zł (gorzej niż w 2007 o 23 mln zł, tj. spadek o 15%) oraz domy maklerskie odpowiednio 1044 mln zł, ale poniosły dotkliwszą stratę wobec 2007 r. — spadek aż o 673 mln zł (o 68%). Największą „stratę” poniosły domy i biura maklerskie na działalności maklerskiej. W domach maklerskich wynik z działalności maklerskiej obniżył się do poziomu 344 mln zł w stosunku do ponad 1 mld w 2007 r., w biurach maklerskich tendencja była taka sama — 86,6 mln zł w 2008 wobec 124 mln zł w 2007 r. Przyczyną tej sytuacji była z jednej strony kondycja polskiej giełdy, a z drugiej koszty będące konsekwencją wcześniej podjętych przez branżę nakładów inwestycyjnych (tabela 2).

Tab. 2. Struktura przychodów działalności maklerskiej (w mln zł)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Domy maklerskie					
Od operacji papierami wartościowymi we własnym imieniu, lecz na rachunek dającego zlecenie	346,9	480,8	773,2	985,0	639,6	670,0
Z tytułu prowadzenia rachunków papierów wartościowych	18,4	23,1	24,0	31,4	30,3	27,9
Z tytułu oferowania papierów wartościowych	69,6	64,2	124,2	256,4	75,9	87,2
Z tytułu zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych	183,8	210,4	355,8	579,3	367,6	276,4
Z tytułu przyjmowania zleceń kupna i umarzania jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	58,1	70,0	122,5	162,1	98,2	65,6
Inne	42,0	80,5	102,5	170,2	130,4	150,9
Razem	718,8	929,0	1502,2	2184,4	1342,0	1278,0

Cd. tab. 2

	Biura maklerskie					
Od operacji papierami wartościowymi we własnym imieniu, lecz na rachunek dającego zlecenie	71,8	90,0	155,0	126,9	81,5	104,1
Z tytułu prowadzenia rachunków papierów wartościowych	3,9	4,8	4,6	3,7	4,7	5,8
Z tytułu oferowania papierów wartościowych	91,3	78,7	95,6	56,7	92,5	55,0
Z tytułu zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych	2,9	2,3	3,0	4,0	1,1	0,9
Z tytułu przyjmowania zleceń kupna i umarzania jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	15,4	15,5	28,8	37,4	17,1	28,4
Inne	10,8	11,1	9,6	18,5	15,8	15,5
Razem	196,1	202,4	296,6	247,2	212,7	209,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Przychody z działalności maklerskiej w domach maklerskich obniżyły się do poziomu 1 342 mln zł (o około 40% w stosunku do roku poprzedniego), dynamika spadku kosztów była zdecydowanie mniejsza — zaledwie o 10% do kwoty 998 mln zł. W efekcie wynik z działalności maklerskiej ukształtował się na poziomie 344 mln zł, gorzej o 727 mln w stosunku do roku poprzedniego. Podobna tendencja wystąpiła w biurach maklerskich. Tam przychody z działalności maklerskiej zmniejszyły się do kwoty 212 mln zł (o 15%), a koszty wzrosły o 3%. Wynik z działalności maklerskiej był niższy od adekwatnej wielkości z roku poprzedniego o 38 mln zł (w roku 2008 — 88,6 mln zł). Analizując strukturę przychodów z działalności maklerskiej domów maklerskich, zauważyć można, że największy spadek dotyczy: oferowania papierów wartościowych o ponad 70%, przychodów z zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych o 63%, dalej z przyjmowania zleceń kupna jednostek uczestnictwa (wiele osób zdecydowało się na umorzenie jednostek uczestnictwa, a ta usługa jest często bezprowizyjna) — 40%. W biurach maklerskich rozkład był następujący: usługa brokerska — spa-

dek o 35%, oraz obsługa klientów funduszy inwestycyjnych — spadek o 55%. Biura maklerskie zanotowały w 2008 r. interesujący wzrost przychodów w oferowaniu papierów wartościowych o blisko 50% (tabela 2).

Przy spadku wyniku z działalności maklerskiej na zysk brutto domów maklerskich wpływ miała działalność inwestycyjna, na której zarobiły one ponad 517 mln zł. Biura maklerskie działające w strukturze banku nie podejmują działalności inwestycyjnej w szerszym zakresie, tylko takim, jaki jest niezbędny do świadczenia takich usług, jak animator lub czasami subemitent. Stąd w strukturze wyniku finansowego jej udział jest znikomy. Natomiast i domy, i biura maklerskie aktywnie lokowały wolne środki własne i klientów na kontach w bankach, osiągając z tego tytułu spore zyski (rys. 6 i 7).

Rok 2009 nie przyniósł poprawy sytuacji w branży maklerskiej. Wprost przeciwnie, w dalszym ciągu w domach i biurach maklerskie wyniki finansowe były coraz gorsze. Dotyczyło to zarówno wyniku z działalności maklerskiej, inwestycyjnej, jak i lokacyjnej, co przełożyło się na wynik finansowy brutto — 958 mln zł w domach maklerskich i 126 mln zł w biurach maklerskich.

Podsumowanie

Polski rynek kapitałowy w swojej krótkiej, bo 20-letniej historii zanotował cztery hossy i bessy: pierwszą z lat 1991–1995 możemy uznać za lokalną, wywołaną dużym popytem na akcje, a małą ich podażą. Drugą z lat 1995–1998 można powiązać z kryzysem azjatyckim i rosyjskim, pogłębioną spadkami cen surowców. Trzecią z lat 1998–2001 wywołała fala nadmiernego i niczym nieuzasadnionego zainteresowania każdą działalnością związaną z internetem. Ostatnia, czwarta, ściśle związana jest z kryzysem, który rozpoczął się w USA, a potem ogarnął cały świat¹⁴.

Każda turbulencja na rynku kapitałowym ma swoje odzwierciedlenie w wynikach finansowych branży maklerskiej, której bezpieczeństwo ma istotny wpływ na ocenę rynku przez inwestorów. Branża maklerska jest coraz silniejsza, o czym świadczą jej wyniki finansowe. Biura i domy maklerskie przetrwały najgłębszą turbulencję w historii rynku kapitałowego, chociaż długo będą odczuwać jej skutki. Trzeba wyraźnie podkreślić, że najbardziej ucierpiał wynik z działalności maklerskiej podstawowej dla branży. Wynik brutto „ratowały” działalność inwestycyjna i lokacyjna. Tej pierwszej bacznie przygląda się KNF, badając skalę zaangażowania domów maklerskich w udziały w różnych podmiotach w stosunku do kapitałów. Ta druga znacznie już została ograniczona przez obowiązku-

¹⁴ J.B. Taylor uznał, że główną i pierwotną przyczyną boomu i załamania, które po nim wystąpiło, był nadmiar pieniężny, „zbyt luźna polityka pieniężna” w Stanach Zjednoczonych, która przeniosła się na rynki finansowe wielu państw, zob. *idem*, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Warszawa 2010, s. 23–35.

jące przepisy, zabraniające lokowania wolnych środków klientów w bankach bez wypłacania klientom należnych im prowizji.

Bibliografia

- Banaszczyk-Soroka U., *Institucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Morawski I., *Giędy i rynki zadrżały*, „Rzeczpospolita” 18 marca 2008.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Ostalecka A., *Kryzysy bankowe i metody ich przewycięzania*, Difin, Warszawa 2009.
- Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, NBP, Warszawa wrzesień 2009, www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/polska_wobec_swiatowego_kryzysu_gospodarczego_2009/polska_wobec_swiatowego_kryzysu_gospodarczego.html.
- Prusek T., *Amerykański sen stal się koszmarem*, „Gazeta Wyborcza” 13 grudnia 2007.
- Prusek T., *Sądny dzień dolara i giełd*, „Gazeta Wyborcza” 18 marca 2008.
- Taylor J.B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1538).
- Wyniki finansowe domów i biur maklerskich*, www.stat.gov.pl/gus/5840, www.knf.gov.pl/Images/zakres_dzialalności_firm_inwestycyjnych.