

ZNACZENIE INSTRUMENTÓW POCHODNYCH DLA RYNKU FINANSOWEGO ORAZ STABILNOŚCI FINANSOWEJ

Stabilność finansowa jako podstawa prawidłowo funkcjonującego systemu finansowego

Rynki finansowe stanowią ważne składniki systemu finansowego. Wszystkie elementy tego systemu są ze sobą powiązane.. Na jakość tych powiązań mają wpływ zarówno sami uczestnicy rynków, a zwłaszcza globalne instytucje finansowe o komercyjnym znaczeniu, jak i instytucje i organizacje o charakterze regulacyjnym i nadzorczym. Celem napisania niniejszej pracy jest pokazanie wpływu instrumentów pochodnych na stabilność systemu finansowego. Derywaty, tak jak każdy inny instrument mogą zostać wykorzystane zgodnie ze swoim przeznaczeniem (zabezpieczaniem ryzyka), ale także mogą zostać wykorzystane przez jedną ze stron do działań o charakterze szkodliwym dla drugiej strony transakcji. Asymetria informacji, częsty brak specjalistycznej wiedzy, wykorzystanie wysokiego poziomu dźwigni finansowej może prowadzić do sytuacji niebezpiecznej na rynku, prowadzącej do zaburzeń i kryzysów. Złożoność światowego systemu finansowego oraz znaczny stopień skomplikowania powiązań, powoduje zwiększenie liczby coraz bardziej skomplikowanych problemów w systemie finansowym i przysparza wiele problemów władzom monetarnym.

Prawidłowo funkcjonujący system finansowy gwarantuje realizację jego podstawowych funkcji¹:

- Zapewnienie transferu kapitału pomiędzy podmiotami nadwyżkowymi, a deficytowymi.
- Zapewnienie sposobów rozliczania i dokonywania płatności.
- Zapewnienie skutecznych metod i procedur w procesie zarządzania ryzykiem.
- Zapewnienie mechanizmów gromadzenia środków pieniężnych.

Filarem kształtującym i decydującym o stanie światowych finansów, są niewątpliwie banki centralne wraz z organizacjami wspierającymi. Niezależnie od kraju, w którym dana instytucja jest zlokalizowana, nadrzędną misją każdej z nich są działania ukierunkowane na rzecz wspierania szeroko rozumianej stabilności finansowej. Rozważania dotyczące teorii stabilności finansowej są silnie bardzo związane z teorią powstawania kryzysów w systemie finansowym. Owo powiązanie, wynika wprost z chronologii następujących po sobie wydarzeń (etapów/faz). Fazą poprzedzającą wystąpienie kryzysu finansowego jest faza zachwiania stabilności, nosząca miano niestabilności finansowej². Należy jednak podkreślić,

¹ A. Matysek – Jędrzych, „System finansowy – definicja i funkcje”, Bank i Kredyt 2007, s. 38 – 44.

² P. Niedziółka, „Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa”, SGH 2009, Warszawa, s. 53.

że nie każdy kryzys jest poprzedzony fazą niestabilności, ponieważ czasami wystarczy upadek jednej instytucji o znaczeniu systemowym, aby wywołać „efekt domina” w prawidłowo funkcjonującym systemie finansowym. Dokonując przeglądu literatury naukowej w zakresie zdefiniowania pojęcia stabilności finansowej, można zauważyć dwa podejścia. Pierwsze ujęcie dąży do rozwinięcia i wyjaśnienia definicji stabilności finansowej sensu stricto, drugie podejście z kolei skupia się na niestabilności finansowej. Kolejnym sposobem charakterystyki analizowanego pojęcia jest utożsamienie stabilności finansowej ze stabilnością systemu bankowego. Jest to w dużym stopniu uproszczenie i znacząco zawężone ujęcie, chociaż system bankowy jest w wielu krajach dominującym podmiotem na rynku finansowym. Dotyczy to zwłaszcza krajów kontynentalnej Europy, gdzie szeroko pojęty rynek finansowy skupiony jest wokół banków. Innym spojrzeniem na zagadnienie stabilności finansowej jest podejście do tematu przez pryzmat nadzoru makroostrożnościowego i polityki banków centralnych. Nie oddaje to w pełni istoty problemu, a jedynie służy go, ponieważ ujęcie stabilności finansowej w kontekście stabilności cen (priorytetowy cel banków centralnych), jest elementem polityki pieniężnej³.

Próby definiowania pojęcia stabilności finansowej podjęto się także wielu naukowców oraz ekspertów. Nie ma jednoznacznie akceptowalnej definicji, ponieważ każdy z autorów w inny sposób podchodzi do badanego obszaru. Tommaso Padoa-Schioppa, były członek zarządu EBC uważa, że system finansowy cechuje się stabilnością, jeżeli jest w stanie przetrzymać szoki oraz nie dopuszcza do pojawienia się zagregowanych procesów mających niekorzystny wpływ na proces alokacji oszczędności w inwestycje oraz dokonywania płatności w gospodarce realnej⁴. Jest to podejście typowo funkcjonalne, ale akcentujące zdolność systemu do absorpcji szoków i odchyłeń. W podobny sposób do problemu podchodzi Otmar Issing, który również uważa, że system finansowy jest stabilny gdy jest w stanie zapewnić odpowiednią alokację oszczędności w inwestycje, jednak z pominięciem problemu rozliczeń⁵. A. Crockett, przyjmuje, że stabilność systemu finansowego jest spełniona wówczas gdy kluczowe, dla rynku instytucje finansowe są stabilne, w sensie wynikających z umów realizacji zobowiązań w sposób ciągły, a uczestnicy rynku mogą dokonywać transakcji, w sposób ciągły i nie zaburzony, po cenach odzwierciedlających siły rynkowe⁶. Zatem w ocenie Crocketta, w momencie wystąpienia przejściowych wahań cen może wystąpić zjawisko niestabilności finansowej której nie należy jednak utożsamiać z kryzysem⁷.

Znacznie bardziej rozbudowaną koncepcję ujęcia tematyki stabilności finansowej zaproponował Garry J. Schinasi. Autor zaprezentował pięć kluczowych kryteriów, które powinna spełniać kompletna definicja tego pojęcia. Ogólna koncepcja zakłada stabilność

³ M. Iwanicz – Drozdowska, „Stabilność finansowa”, NBP, Warszawa 2014, s.3-4.

⁴T. Padoa-Schioppa, „Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in between. Second ECB Central Banking Conference: „The Transformation of the European Financial System”, EBC, Frankfurt am Main 2002, s. 20.

⁵O. Issing, „Monetary and Financial Stability – is there a trade off”, BIS 2003, Basel, s. 2-3.

⁶A. Crockett, „Why is Financial Stability a Goal of Public Policy”, FSB 1997, Kansas City, s. 8-9.

⁷ M. Zygierewicz, „Stabilność finansowa”, UMCS 2013, Lublin, s. 686-689.

systemu finansowego, gdy jest on w stanie wspomagać procesy gospodarcze i pokonywać stany nierównowagi finansowej, powstałe w wyniku zachwiania równowagi na rynku finansowym⁸. Schinasi uważa również że kluczowym elementem systemu finansowego jest to, że wszystkie składniki muszą działać w sposób stały i na możliwie najwyższym poziomie. Jest to wg. Autora warunek *sine qua non* i stanowi cechę szczególną definicji stabilności finansowej.

Jak widać z próbą odpowiedzi na pytanie czym jest stabilność finansowa lub czym jest niestabilność, mierzyło się także wielu autorytetów ekonomicznych np. Mishkin, Foot, Allen, Wood i wielu innych. Również instytucje finansowe podjęły wyzwanie aby to pojęcie zdefiniować, ponieważ praktycznie każda z nich ma wpisane w swojej misji lub celu podejmowanie działań na rzecz wspierania stabilności finansowej.

Za najbardziej znaczące należy jednak uznać sposoby definiowania stabilności finansowej przez Europejski Bank Centralny, wybrane banki centralne strefy euro oraz banki centralne krajów z poza strefy euro. EBC podaje „... sytuacja w której system finansowy..., jest w stanie wytrzymać szoki i pojawiające się nierównowagi finansowe...”⁹. Deutsche Bundesbank podaje „...stan, w którym kluczowe funkcje makroekonomiczne, tj. alokacja zasobów finansowych i ryzyka, a także rozliczanie transakcji płatniczych, wykonywane są sprawnie - szczególnie w okresach nieprzewidzianych zdarzeń, w sytuacjach stresowych¹⁰”. Trochę odmienny sposób definicji przedstawia De Nederlandsche Bank. Owa definicja zaprezentowana jest w szerszym, bardziej makroekonomicznym ujęciu, lecz w gruncie rzeczy spójna z pozostałymi, prezentowanymi przez inne instytucje. Bank centralny Holandii odnosi stabilność finansową do stabilności systemu finansowego. „Stabilny system finansowy funkcjonuje zgodnie w czasie gdy banki i fundusze emerytalne popadną w tarapaty finansowe, na giełdzie zapanuje bessza. System nie może być źródłem zakłóceń w gospodarce, ma zapewniać bufony kapitałowe i przyczyniać się do budowy wzrostu gospodarczego”¹¹. Również banki z poza strefy euro takie jak NBP, SNB, Bank of England główną uwagę skupiają na redystrybucji zasobów oraz odporności na wstrząsy (szoki)¹².

⁸G.J. Schinasi, „*Defining Financial Stability*”, IMF Working Paper WP/04/187, 2004 s. 4-10.

⁹<https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>

¹⁰https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Financial_Stability_Review/2017_financial_stability_review.pdf?__blob=publicationFile

¹¹ <https://www.dnb.nl/en/about-dnb/duties/financial-stability/what-is-fs/index.jsp>

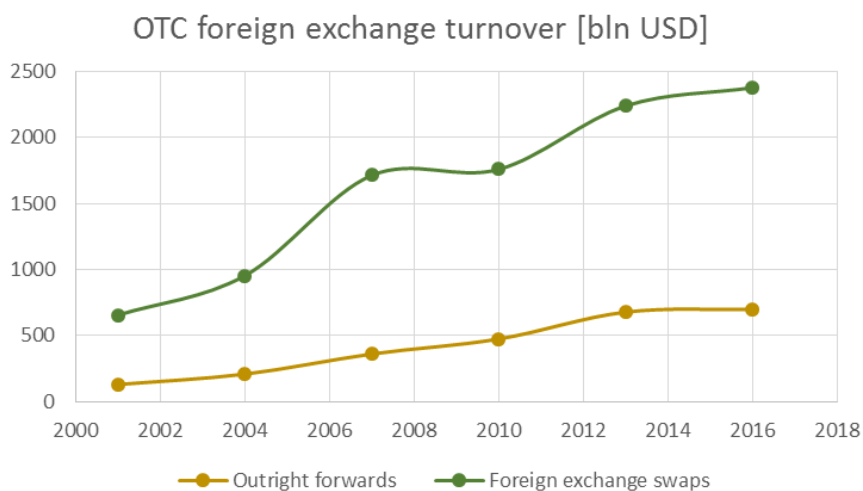
¹²<https://www.snb.ch/en/i/about/finstab>

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2017/boe-2017.pdf?la=en&hash=E221A208FBD6BF5F95AEF2E468BC2FD135EF8525#page=38>
<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html>

Przykłady wykorzystania instrumentów pochodnych w kontekście wpływu na stabilność finansową

Działania na rzecz stabilności finansowej realizowane przez instytucje finansowe mają na celu wspieranie polityki pieniężnej, dążenie do wzrostu gospodarczego, ale także ograniczanie ryzyka systemowego na rynkach finansowych. Na rynku znane są metody ograniczania ryzyka wykorzystujące instrumenty pochodne. Analizując przesłanki powstania i ewolucje ich wykorzystania, to właśnie zabezpieczanie przed skutkami ryzyka było ich pierwotną funkcją. Dopiero w miarę rozwoju tych instrumentów, wraz z rosnącym stopniem ich skomplikowania, derywaty zaczęły służyć jako narzędzie mogące znacznie poprawić wyniki inwestycji dzięki ich spekulacyjnemu wykorzystaniu.

Wykorzystanie instrumentów pochodnych stało się popularne i wręcz powszechne, zwłaszcza wśród zarządzających przedsiębiorstwami narażonymi na skutki ryzyka walutowego. Wymiana handlowa z partnerami z różnych krajów często wymusza korzystanie z rozwiązań, (instrumentów) znajdujących się w ofercie na terminowym rynku walutowym. Analizując wykorzystanie instrumentów pochodnych tego rynku można zauważyć dynamiczny wzrost, zwłaszcza w obrocie kontraktami *forward – outright*, oraz *swapami* (Rys. 1). Tendencja ta jest zauważalna we większości krajów europejskich oraz azjatyckich, a także Ameryki Południowej (Argentyna, Brazylia, Meksyk)¹³.



Rys. 1. Obroty na terminowym rynku walutowym na świecie.

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów BIS.

Wzrost wartości zawieranych transakcji na terminowym rynku walutowym jest następstwem zjawisk makroekonomicznych w różnych gospodarkach krajowych.

- Duże różnice pomiędzy stopami procentowymi w różnych krajach stanowią przesłankę dla transakcji *swapowych*, jako najbardziej płynnego instrumentu na rynku.

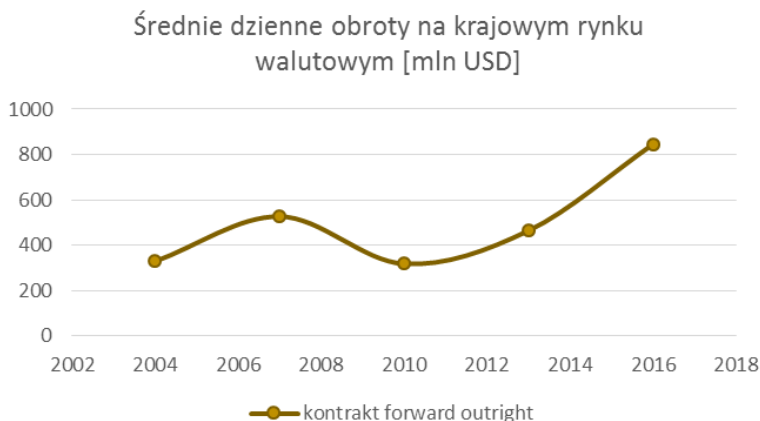
¹³ <https://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>, s.9.

- Postępujący gwałtowny rozwój tzw. rynków *emerging markets* stanowi silną bazę i konieczność do zawierania transakcji terminowych typu *forward outright*, jako efekt rozdziału wymiany handlowej i rozliczeń pomiędzy kontrahentami.
- Oczekiwania co do zmienności poziomu stóp procentowych stanowią główną determinantę do zawierania transakcji o charakterze spekulacyjnym – na przykładzie transakcji *FRA* na stopę procentową.
- Zaawansowane strategie opcyjne jako przykład destabilizacji sytuacji w przedsiębiorstwach.

Po pierwsze, wykorzystanie *swapów*, jako najbardziej płynnego z instrumentów należy odnieść do strategii podmiotów zagranicznych, spowodowanych dużą różnicą pomiędzy stopami procentowymi w różnych krajach, a także wahaniami kursów walut. Zawierane transakcje mają za zadanie minimalizować ryzyko walutowe dla obydwu stron transakcji. Działanie takie wpływa pozytywnie na rynek, poprawia sytuację finansową stron transakcji – daje poczucie stabilizacji w rozliczeniach i płatnościach. Dla banków zagranicznych zawieranie transakcji typu *swap* stanowi element zabezpieczania swoich pozycji w papierach wartościowych denominowanych w walutach obcych. Przykładem może być wzmożona aktywność inwestorów zagranicznych na rynku polskich obligacji skarbowych. Stały się one atrakcyjnym elementem w procesie lokowania kapitału o stosunkowo niskim ryzyku inwestycyjnym.

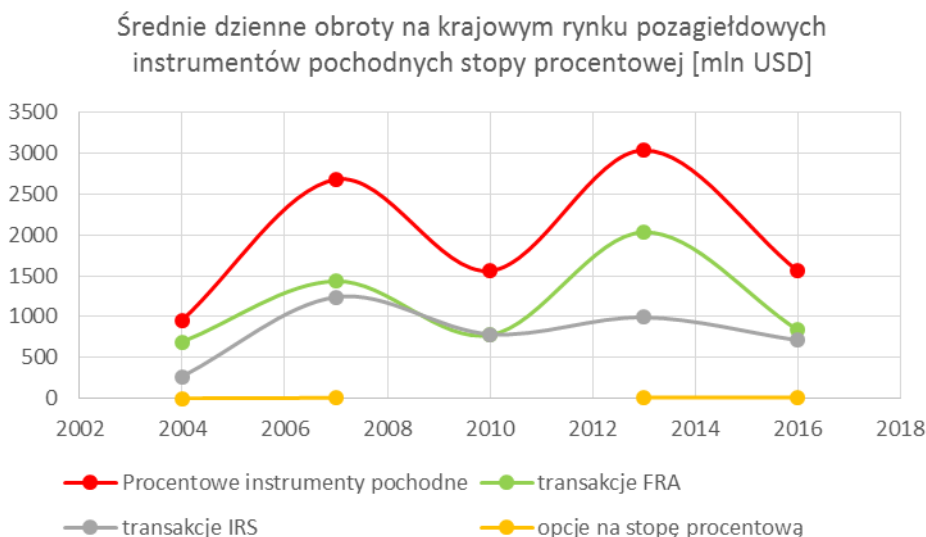
Konieczność zabezpieczenia należności i zobowiązań handlowych pomiędzy podmiotami gospodarczymi wymusza stałe monitorowanie zmian kursów walutowych. Finansowanie przedsiębiorstw, zwłaszcza w walutach obcych może być elementem obciążającym działalność banków w zakresie nadmiernej ekspozycji kredytowej w walutach obcych. Użycie kontraktów *forward – outright* może przyczynić się do zwiększenia, z jednej strony stabilizacji w otwartych pozycjach, ale z drugiej może nieść chęć dodatkowego zysku z tego typu transakcji. Pozytywnym aspektem wykorzystania w. w. instrumentów pochodnych jest wzrost wartości obrotów na polskim rynku walutowym. Zjawisko to należy powiązać ze wzrostem aktywności inwestorów detalicznych na rynku Forex (Rys 2). Zwłaszcza banki, dostarczające inwestorom indywidualnym dostęp do instrumentów pochodnych w walutach obcych, stanęły przed koniecznością zabezpieczenia swoich pozycji, aby wyeliminować ryzyko swoich klientów. Jest to bardzo pozytywny wpływ na stabilność finansową sektora bankowego, aktywnego na rynku cechującego się dużą dynamiką zmian¹⁴.

¹⁴ Wyniki badania obrotów na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, NBP 2004 - 2016.
<https://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>



Rys. 2. Wykorzystanie kontraktów *forward -outright* na krajowym rynku walutowym.
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów NBP.

Przykładem wykorzystania derywatów na rynku OTC w celu spekulacyjnym są transakcje zawierane na stopę procentową - *FRA*. Ciekawym przypadkiem jest rynek polski, ponieważ stał się w pewnym momencie jednym z bardziej stabilnych i odpornych na zawirowania związane z „kryzysem greckim”, wraz z szeroko rozumianym kryzysem „strefy euro”. Kluczowym elementem było postępowanie polskich władz monetarnych, które po kilku obniżkach utrzymały stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Działania takie okazały się zaskakujące dla wielu spekulantów. Wpłynęło to na prawie 50% spadek obrotów na tym rynku (Rys. 3). Nieliczni uczestnicy oczekujący dalszych zmian, nie trafili z prognozami i ograniczyli działania spekulacyjne dotyczące wysokości stawek referencyjnych, ponieważ jest to główna determinanta aktywności uczestników rynku OTC¹⁵.



Rys.3. Wykorzystanie kontraktów *forward -outright* na krajowym rynku walutowym.
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów NBP.

¹⁵ Wyniki badania obrotów na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, NBP 2004 - 2016.

Niekorzystnym przykładem wykorzystania instrumentów rynku terminowego jest ujawniony problem „toksycznych opcji walutowych”. Problem okazał się bardzo skomplikowany, ponieważ skala ujawnionego zjawiska zaskoczyła zarówno banki, kreujące te instrumenty oraz instytucje nadzorcze, nie mówiąc już o samych przedsiębiorcach. Wydawałoby się, że stabilna sytuacja eksporterów czerpiących dodatkowe dochody z zawartych opcji zostanie utrzymana. Agresywny marketing instytucji bankowych w połączeniu z brakiem fachowej wiedzy wśród przedsiębiorców doprowadził do kryzysu wśród eksporterów. Silna deprecjacja złotego spowodowała postawienie w stan wymagalności zobowiązań wynikających z zawartych kontraktów opcyjnych¹⁶. Na to zjawisko należy spojrzeć z perspektywy zachwiania równowagi na polskim rynku bankowym. Z jednej strony banki powinny odnotować wysokie dochody, z tytułu zawartych umów, ale z drugiej strony ich zaangażowanie kredytowe w wymienione przedsiębiorstwa, spowodowało trudności

w egzekwowaniu zobowiązań kredytowych. W tym wypadku banki zaczęły ponosić dodatkowe ryzyko kontrahenta, które było w dużym stopniu mocno niedoszacowane. Niepokojącym faktem stało się zjawisko nadużyć w systemie finansowym, bez silnej i jednoznacznej reakcji organu nadzorczego¹⁷. Dopiero, po zakończeniu najbardziej burzliwej fali kryzysu, związanego z tym zjawiskiem, organy nadzorcze wydały szereg rekomendacji, mających

poprawić i uregulować zaistniałą sytuację. Szereg rozwiązań narzucających dodatkowe wymogi dla uczestników rynku instrumentów pochodnych, standaryzacja instrumentów oraz unowocześnienie systemu raportowania rozliczeń mają się przyczynić do działań wspierających stabilność na rynkach¹⁸.

Z pojęciem ryzyka związanego z działalnością finansową instytucji obecnych na rynkach finansowych oraz będących systemowo ważnych¹⁹, można się spotkać na wielu płaszczyznach. Jednym z nich jest nadmierna ekspozycja na ryzyko kredytowe instytucji finansowych. Prowadzone działania nadzorcze, regulacyjne i ostrożnościowe mają za zadanie ograniczyć je do minimum. W procesie zarządzania ryzykiem kredytowym jedną z najistotniejszych ról pełni transfer ryzyka kredytowego za pomocą instrumentów pochodnych. Materializacja ryzyka kredytowego związanego z niewypłacalnością jednej ze stron jako kluczowego komponentu ryzyka kredytowego jest błędne. Modelowym przykładem takiego wąskiego ujęcia tematu był kryzys związany z kredytami hipotecznymi w USA. Głęboko postępująca deregulacja w połączeniu z użyciem MBS i ich obrotem na rynku wtórnym spowodowała gigantyczny wzrost zadłużenia, zarówno wśród gospodarstw domowych oraz instytucji finansowych, nastawionych zwłaszcza na spekulacyjne

¹⁶ M. Jankowski, „*Toksyczne opcje walutowe – negatywne aspekty ograniczania ryzyka walutowego dla przedsiębiorstw na przykładzie wydarzeń z roku 2008*”, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2013, s. 9 – 13.

¹⁷ B. Puszer, „*Opcje walutowe w strategii finansowej polskich przedsiębiorstw*”, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2012, s. 7 – 12.

¹⁸ E. Widz, „*Nadzór i regulacja rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Europie – działania pokryzysowe*”, UMCS 2013, Lublin, s. 1-9.

¹⁹ SIFI - Systemically Important Financial Institutions; definicja wypracowana wspólnie przez FSB, BIS, IMF.

wykorzystanie sytuacji. Dla jednych, cudowny wynalazek o nazwie CDS, a dla innych główny czynnik upadku. Kredytowe instrumenty pochodne z jednej strony pozwalają na „czyszczenie bilansów”, ale z drugiej strony ktoś powstałe w ten sposób zobowiązania i tak musi spłacić. Coraz luźniejszy związek między emitentem długu referencyjnego, a zdolnością kredytową kontrahentów transakcji w znaczący sposób przyczynia się do podniesienia ryzyka na rynku²⁰. Analizując wpływ kredytowych instrumentów pochodnych na stabilność finansową należy zwrócić uwagę na silną korelację pomiędzy płynnością rynku terminowego, a kasowego. Specyfika i konstrukcja samego instrumentu (CDS) wraz z pogorszeniem koniunktury emitentów na rynku długu referencyjnego powoduje obniżenie płynności na rynku (zwłaszcza CDS), co może mieć bardzo niekorzystny wpływ na cały segment rynku²¹. Dotyczy to tzw. zjawiska występowania bazy²². Niepokojącym zjawiskiem zaistniałym w 2008 roku stała się sytuacja, w którą zostały wciągnięte osoby fizyczne. Gwałtowne załamanie gospodarki amerykańskiej będącej pokłosiem kryzysu wywołanego przez instytucje finansowe doskonale pokazuje istnienie głębokich powiązań świata finansów, ze sferą realną.

Podjęcie szeroko zakrojonych działań nadzorczych ma zapewnić bezpieczeństwo dla całego systemu finansowego. Zarządzanie ryzykiem stało się kluczową i nadrzędną wartością dla instytucji finansowych. Wskazane powyżej obszary rynku, w których może dochodzić do zaburzenia stabilności finansowej są obecnie dosyć mocno obserwowane i kontrolowane przez różnego rodzaju instytucje. Nie należy jednak zapomnieć, że nawet najlepszy regulator nie jest w stanie wyłapać tworzących się, często nowych i bardzo wysoko zaawansowanych technologicznie rozwiązań, szkodliwych dla rynku.

²⁰ P. Niedziółka, „Kredytowe instrumenty...”,

²¹ Credit Derivatives: a New Source of Financial Instability? FSR, November 2002, s.79.

²² Szerzej w opisie autora P. Niedziółka, „Kredytowe instrumenty pochodne....” Rozdz.16.

Bibliografia:

1. Crockett, *“Why is Financial Stability a Goal of Public Policy”*, FSB 1997, Kansas City.
2. O. Issing, *“Monetary and Financial Stability – is there a trade off”*, BIS 2003, Basel.
3. M. Iwanicz – Drozdowska, *„Stabilność finansowa”*, NBP 2014, Warszawa.
4. M. Jankowski, *„Toksyczne opcje walutowe – negatywne aspekty ograniczania ryzyka walutowego dla przedsiębiorstw na przykładzie wydarzeń z roku 2008”*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2013.
5. Matysek – Jędrzych, *„System finansowy – definicja i funkcje”*, Bank i Kredyt 2007.
6. P. Niedziółka, *„Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa”*, SGH 2009, Warszawa.
7. T. Paddoa-Schioppa, *“Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in between. Second ECB Central Banking Conference: „The Transformation of the European Financial System”*, EBC, Frankfurt am Main 2002.
8. Puszer, *„Opcje walutowe w strategii finansowej polskich przedsiębiorstw”*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2012.
9. G.J. Schinasi, *“Defining Financial Stability”*, IMF Working Paper WP/04/187, 2004.
10. E. Widz, *„Nadzór i regulacja rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Europie – działania pokryzysowe”*, UMCS 2013.
11. M. Zygierewicz, *„Stabilność finansowa”*, UMCS 2013, Lublin.

Artykuły:

1. Credit Derivatives: a New Source of Financial Instability? FSR, November 2002.
2. Wyniki badania obrotów na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, NBP 2004 - 2016

Źródła internetowe:

1. <https://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>
2. <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>
3. https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Financial_Stability_Review/2017_financial_stability_review.pdf?__blob=publicationFile
4. <https://www.dnb.nl/en/about-dnb/duties/financial-stability/what-is-fs/index.jsp>
5. <https://www.snb.ch/en/iabout/finstab>
6. <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html>
7. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2017/boe-2017.pdf?la=en&hash=E221A208FBD6BF5F95AEF2E468BC2FD135EF8525#page=38>

Wyrażam zgodę na przetwarzanie przez Organizatora danych osobowych z zachowaniem przepisów prawa, w szczególności ustawy z dnia 27 lipca 2001 r. o ochronie baz danych (Dz. U. z 2001 r. nr 128, poz. 1402 z późn. zm.) oraz ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o ochronie danych osobowych (t.j. Dz. U. z 2016 r. poz. 922). na potrzeby przeprowadzenia Konkursu.