Adam Marszk, Karolina Tura-Gawron

Rozwój systemu finansowego Polski w gospodarce globalnej

Gdańsk 2021

PRZEWODNICZĄCY KOMITETU REDAKCYJNEGO
WYDAWNICTWA POLITECHNIKI GDAŃSKIEJ
Dariusz Mikielewicz

REDAKTOR PUBLIKACJI NAUKOWYCH
Michał Szydłowski

RECENZENCI
Magdalena Osińska
Krystian Zawadzki

REDAKCJA JĘZYKOWA
Agnieszka Frankiewicz

SKŁAD I PROJEKT OKŁADKI
Ireneusz Jelonek

Wydano za zgodą
Rektora Politechniki Gdańskiej

Oferta wydawnicza Politechniki Gdańskiej jest dostępna pod adresem
https://www.sklep.pg.edu.pl

Utwór nie może być powielany i rozpowszechniany, w jakiejkolwiek formie
i w jakikolwiek sposób, bez pisemnej zgody wydawcy.

© Copyright by Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej,
Gdańsk 2021

ISBN 978-83-7348-837-3

Spis treści

Spis skrótów 4

Wstęp 5

CZĘŚĆ I *Karolina Tura-Gawron*

POLITYKA MONETARNA W POLSCE – OD TRANSFORMACJI DO GLOBALIZACJI 9
Rozdział 1. (Nie)doskonała współczesna polityka monetarna? 10
Rozdział 2. Wybrane problemy współczesnej polityki monetarnej 19
Rozdział 3. Od hiperinflacji do deflacji – inflacja w Polsce w latach 1998–2016 28
Rozdział 3. Strategia polityki monetarnej NBP – w poszukiwaniu złotego środka 37

CZĘŚĆ II *Adam Marszk*

RYNEK KAPITAŁOWY I STABILNOŚĆ POLSKIEGO SYSTEMU FINANSOWEGO – PERSPEKTYWA LOKALNA I GLOBALNA 45
Rozdział 5. Historia polskiego rynku kapitałowego po 1989 roku 46
5.1. Polski rynek kapitałowy przed 1989 rokiem 46
5.2. Polski rynek akcji w okresie przemian ustrojowych 47
5.3. Historia rynku obligacji w Polsce po 1989 roku 49
5.4. Polski rynek akcji na przełomie wieków XX i XXI 50
5.5. Rynek kapitałowy – infrastruktura techniczna oraz nadzór 56
5.6. NewConnect i inne elementy polskiego rynku kapitałowego 58
5.7. Polski rynek kapitałowy na tle innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej 59
5.8. Polski rynek kapitałowy – ocena rozwoju. Przegląd najnowszych wydarzeń 62
Rozdział 6. Rola rynku kapitałowego – kasyno czy napęd gospodarki? 66
Rozdział 7. Innowacje na polskim rynku kapitałowym – chwilowa moda czy fundamentalna zmiana? 78
Rozdział 8. Stabilność polskiego systemu finansowego – stan obecny i perspektywy 92

Zakończenie 104

Bibliografia 108

Spis skrótów

BC – bank centralny
BCI – bezpośredni cel inflacyjny
BFG – Bankowy Fundusz Gwarancyjny
CPI – wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (*Consumer Price Index*)
EBC – Europejski Bank Centralny
ETCs – *exchange-traded commodities*
ETFs – *exchange-traded funds*
ETNs – *exchange-traded notes*
ETPs – *exchange-traded products*
GPW – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
HFCS – *Household Finance and Consumption Survey*
HFT – handel wysokich częstotliwości (*high-frequency trading*)
HICP – zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (*Harmonised Index of Consumer Prices*)
KDPW – Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
KNB – Komisja Nadzoru Bankowego
KNF – Komisja Nadzoru Finansowego
KPWiG – Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy
NBP – Narodowy Bank Polski
NFI – narodowy fundusz inwestycyjny
OFE – otwarty fundusz emerytalny
PPI – wskaźnik cen dóbr produkcyjnych (*Producer Price Index*)
PPK – pracownicze plany kapitałowe
PPP – Program Powszechnej Prywatyzacji
SKOK – Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa
TFI – towarzystwo funduszy inwestycyjnych

Wstęp

Temat niniejszej monografii to powstanie oraz rozwój systemu finansowego w Polsce od rozpoczęcia transformacji ustrojowej, ze szczególnym uwzględnieniem miejsca Polski w globalnej gospodarce. Istotną częścią monografii są przesłanki i wytyczne dotyczące możliwych przyszłych rozwiązań oraz kierunków ewolucji polskiego systemu finansowego, wyprowadzone na podstawie wykonanych przez autorów badań i analiz polskiej/globalnej gospodarki. Uzyskane wyniki i wnioski stanowią rezultaty projektów badawczych prowadzonych na Politechnice Gdańskiej (finansowanych przez Narodowe Centrum Nauki w Krakowie oraz CERGE-EI Global Development Network).

Wybór tematyki monografii został uwarunkowany przede wszystkim zainteresowaniami badawczymi autorów oraz chęcią przedstawienia prezentowanej tematyki czytelnikom (zwłaszcza tym z mniejszą znajomością zagadnień finansowych). Zdaniem autorów w polskiej literaturze ekonomicznej znajduje się stosunkowo niewiele publikacji zawierających aktualny i usystematyzowany opis ewolucji i głównych dylematów rozwojowych współczesnego systemu finansowego w Polsce, przystępnych także dla czytelników bez zaawansowanej wiedzy z zakresu nauk ekonomicznych. Z racji bardzo szybkich zmian w systemie finansowym publikacja taka powinna być zrozumiała i dostępna dla szerokiego grona odbiorców, aby umożliwić im pogłębienie znajomości tej części gospodarki i pełniejsze osiąganie możliwych korzyści.

Dwa cele główne monografii zostały sformułowane następująco:

– przedstawienie oraz ocena zmian, które zaszły w polskim systemie finansowym po 1989 roku, od kiedy Polska stała się w pełni częścią globalnej gospodarki;
– określenie kierunków, w których podąża lub powinien podążać system finansowy w Polsce w warunkach postępującej globalizacji w XXI wieku.

Zakres czasowy monografii obejmuje okres po rozpoczęciu transformacji gospodarczej w Polsce, tj. lata 1989–2018 (w niektórych rozdziałach zakres ten jest krótszy lub dłuższy ze względu na dostępność danych lub poruszane zagadnienie), a przedmiotem badania są system finansowy w Polsce oraz – dla celów porównawczych – systemy finansowe w innych wybranych krajach (głównie europejskich). W kolejnych rozdziałach omówione zostały zagadnienia teoretyczne, rezultaty badań (w tym przeprowadzonych przez autorów) oraz płynące z nich wnioski.

Część pierwsza opracowania, *Polityka monetarna w Polsce – od transformacji do globalizacji*, obejmuje cztery rozdziały dotyczące prowadzenia polityki w warunkach niepewności, inflacji, strategii polityki monetarnej oraz problemów współczesnej polityki monetarnej. Wybrane zagadnienia pokazują bezpośrednio ewolucję polskiej bankowości centralnej, ze szczególnym uwzględnieniem zastosowanych rozwiązań

operacyjno-instytucjonalnych. Klamrą scalającą i tematyką wiodącą tej części jest wdrażanie przez Narodowy Bank Polski (NBP) strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI).

Rozdział pierwszy skupia się na obszarach niepewności, w ramach których prowadzona jest obecnie polityka monetarna. Szczególną uwagę poświęcono zagadnieniu wpływu globalizacji na realizację tej polityki oraz ewolucji reżimów monetarnych.

Rozdział drugi skupia się na prowadzeniu polityki monetarnej w warunkach niskich stóp procentowych. Tematyka ta została okrojona do możliwego zastosowania zarządzania przez bank centralny oczekiwaniami inflacyjnymi podmiotów gospodarczych jako narzędzia realizacji polityki monetarnej.

Rozdział trzeci przedstawia istotę inflacji w Polsce. Od momentu transformacji ustrojowej inflacja w Polsce nie jest tylko wskaźnikiem makroekonomicznym. Stanowi ona bowiem wyznacznik zmian, jakie nastąpiły w ciągu ostatniego ćwierćwiecza. Inflacja została przedstawiona w rozdziale z punktu widzenia trzech pełnionych przez nią w Polsce funkcji: barometru zmian i nastrojów gospodarczych, narzędzia polityki monetarnej oraz wskaźnika makroekonomicznego. W Polsce na początku lat 90. XX wieku inflacja wyniosła zdecydowanie ponad 100%, aby po niemal 25 latach, gdy staliśmy się częścią globalnej gospodarki, osiągnąć po raz pierwszy w historii poziom odpowiadający deflacji. Stopa inflacji stała się zatem wskaźnikiem, który w najbardziej dosadny i wyraźny sposób pokazał ideę wdrażania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego pod koniec XX wieku i kryzysu bankowości centralnej w XXI wieku.

Rozdział czwarty poświęcony został strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W rozdziale przedstawiono historię wdrażania przez NBP strategii BCI oraz jej ewolucję. Autorka określiła faktyczny stopień implementacji koncepcji celowania w prognozę inflacji w odniesieniu do banku centralnego Norwegii[1], łącznie z algorytmem decyzyjnym stosowanym na posiedzeniach komitetów monetarnych (KM). W rozdziale zaprezentowane zostały także alternatywne strategie celu, takie jak strategia nominalnego produktu krajowego brutto (PKB) czy strategia sterowania poziomem cen.

Część druga monografii, *Rynek kapitałowy i stabilność polskiego systemu finansowego – perspektywa lokalna i globalna*, stanowi, symetryczny w stosunku do poprzedniego, zbiór czterech rozdziałów na temat historii i roli polskiego rynku kapitałowego, innowacji w systemie finansowym oraz stabilności polskiego systemu finansowego.

W rozdziale piątym przedstawiono historię polskiego rynku kapitałowego w latach 1989–2018. Właściwym początkiem polskiego rynku kapitałowego było założenie Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie w 1991 roku. Kolejne lata przyniosły dynamiczny rozwój rynku akcji, co wiązało się m.in. z prowadzonymi procesami prywatyzacji. W latach 90. XX wieku zaczęła się także rozwijać inna część rynku kapitałowego, tj. rynek instrumentów dłużnych oraz rynki powiązane – instrumentów pochodnych i pieniężny. Istotnym momentem było utworzenie w ramach GPW platformy handlu instrumentami dłużnymi o nazwie Catalyst (2009). Polski rynek kapitałowy

[1] Norges Bank jest określany przez L.E.O. Svenssona jako pionier we wdrażaniu nowych rozwiązań celowania w prognozę inflacji.

znajduje się na poziomie rozwoju wyższym niż w bardziej zaawansowanych gospodarczo krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, co niewątpliwie należy uznać za jeden z sukcesów transformacji. W rozdziale opisane zostały także najważniejsze problemy, z którymi ta część systemu finansowego boryka się w ostatnich latach, m.in. spadek wartości obrotów w wyniku decyzji dotyczących otwartych funduszy emerytalnych, a także wpływ polityki niskich stóp procentowych i pandemii COVID-19.

Rozdział szósty poświęcono wpływowi rynku kapitałowego na polską gospodarkę. Rynek kapitałowy wraz z sektorem bankowym pełnią niezwykle istotną funkcję w systemie gospodarczym, przede wszystkim wskutek pośredniczenia pomiędzy oszczędzającymi gospodarstwami domowymi (dawcami kapitału) a przedsiębiorstwami inwestującymi w realne projekty, jak np. zakłady produkcyjne (biorcami kapitału). Rola rynku kapitałowego nie zawsze jest pozytywna, gdyż może na nim dochodzić do różnych zaburzeń, przenoszących się następnie na inne sektory gospodarki. W rozdziale ukazano, jakie znaczenie miał rynek kapitałowy w przejściu Polski z systemu centralnego planowania do rynkowego, a także jaki był jego wpływ po wybuchu globalnego kryzysu finansowego 2008 roku. Podjęto próbę odpowiedzi na pytanie o korzyści z rynku kapitałowego w zestawieniu z sektorem bankowym.

W rozdziale siódmym przedstawiono wyniki projektów badawczych dotyczących innowacji wprowadzanych w polskim systemie finansowym w ciągu ostatnich kilku lat. Ze względu na szybkie tempo ich rozwoju w skali świata najwięcej uwagi poświęcono innowacyjnym instrumentom (produktom) finansowym na rynku kapitałowym, które konkurują z instrumentami tradycyjnymi. Są to przede wszystkim instrumenty typu ETPs (*exchange-traded products*), a w ramach tej grupy – ETFs (*exchange-traded funds*). Ich popularność w Polsce jest wciąż niewielka, chociaż na głównych światowych rynkach finansowych, zarówno w krajach wysoko, jak i słabo rozwiniętych stały się one ważnym elementem rynków kapitałowych, w niektórych państwach stopniowo wypierając np. klasyczne fundusze inwestycyjne. Opisane zostały rozmiary polskiego rynku ETFs, jego struktura oraz prognozy. W końcowej części rozdziału omówiono szanse i zagrożenia związane z rozwojem wspomnianych instrumentów.

Rozdział ósmy dotyczy stabilności polskiego systemu finansowego po 1989 roku. Przedstawiono historyczną oraz aktualną strukturę nadzoru nad sektorem bankowym i rynkiem kapitałowym, jak również w skali całego systemu, tj. makroostrożnościowego, a także najważniejsze zagrożenia dla stabilności, które pojawiły się w przeszłości, m.in. upadłości banków komercyjnych. Omówiona została zmieniająca się rola poszczególnych instytucji w sprawowaniu nadzoru, także w kontekście prowadzonej polityki pieniężnej. Najważniejsza część rozdziału to wskazanie głównych zagrożeń dla bezpieczeństwa współczesnego polskiego systemu finansowego oraz próba określenia potencjalnych czynników ryzyka w przyszłości, związanych m.in. z prowadzoną w różnych krajach polityką gospodarczą, ekspansją innowacyjnych produktów finansowych i wdrażaniem nowych technologii.

Zakończenie zawiera wnioski z rozważań o charakterze teoretycznym oraz empirycznym, przedstawionych w obu częściach pracy.