

mBank-CASE Seminar Proceedings No. 160/2019

Zeszyt mBank-CASE Nr 160/2019

Andrzej Halesiak
Ernest Pytlarczyk
Stefan Kawalec
Mariusz Więckowski

**Financing for the Polish economy:
prospects and threats**

**Finansowanie polskiej gospodarki:
perspektywy i zagrożenia**



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
CASE – Center for Social and Economic Research

mBank-CASE Seminar Proceedings are a continuation of BRE-CASE Seminar Proceedings, which were first published as PBR-CASE Seminar Proceedings

Zeszyty mBank-CASE są kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE i następującej po niej serii BRE Bank-CASE

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa
al. Jana Pawła II 61/212, 01-031 Warszawa

mBank SA
ul. Senatorska 18, 00-950 Warszawa

Scientific editor / Redakcja naukowa
Dr Ewa Balcerowicz

Series Coordinator / Sekretarz Zeszytów
Monika Rębała

Translation / Tłumaczenie
Nathaniel Espino

DTP
Tandem Studio

Keywords:

financial market, financial system, banking sector, banks,
financial intermediation, investments, savings, demography, GDP

Słowa kluczowe:

rynek finansowy, system finansowy, sektor bankowy, banki,
pośrednictwo finansowe, inwestycje, oszczędności, demografia, PKB

JEL codes:

G2

ISBN: 978-83-7178-682-2

Publisher / Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa,
al. Jana Pawła II 61/212, 01-031 Warszawa

Disclaimer

The paper contains the views of its authors and not of the institutions with which they cooperate.

Nota prawna

Teksty wyrażają poglądy autorów, a nie instytucji, z którymi są związani.

Table of Contents

Spis treści

ANDRZEJ HALESIAK

Financing of the Polish economy: prospects and threats

Finansowanie polskiej gospodarki: perspektywy i zagrożenia

Introduction

Wprowadzenie

5

Concepts used in this analysis

Wykaz pojęć wykorzystywanych w analizie

7

1. Financing of the Polish economy: a look back

Finansowanie polskiej gospodarki – retrospekcja

8

2. The effect of financing on investment processes

Przełożenie finansowania na procesy inwestycyjne

17

3. Financing of the economy: what next?

Finansowanie gospodarki: co dalej?

22

4. Base scenario for financing of the economy through 2025

Scenariusz bazowy dla finansowania gospodarki do 2025

27

ERNEST PYTLARCZYK

Do we have a problem with companies' investments and with financing them?

Czy mamy problem z inwestycjami przedsiębiorstw i ich finansowaniem?

30

STEFAN KAWALEC

On the relationship between the size of the financial sector and economic growth, and on whether Polish banks should be returned to local ownership

O zależności między rozmiarem sektora finansowego a wzrostem gospodarczym i o tym, czym nie powinno być „udomawianie” banków w Polsce

34

MARIUSZ WIĘCKOWSKI

On the need for changes to the capital market

O koniecznych zmianach na rynku kapitałowym

39

Noty biograficzne autorów

Authors' Biographical Notes

44

The list of previous mBank – CASE Seminar Proceedings

Lista poprzednich publikacji w tej serii wydawniczej

48

Financing of the Polish economy: prospects and threats

Finansowanie polskiej gospodarki: perspektywy i zagrożenia

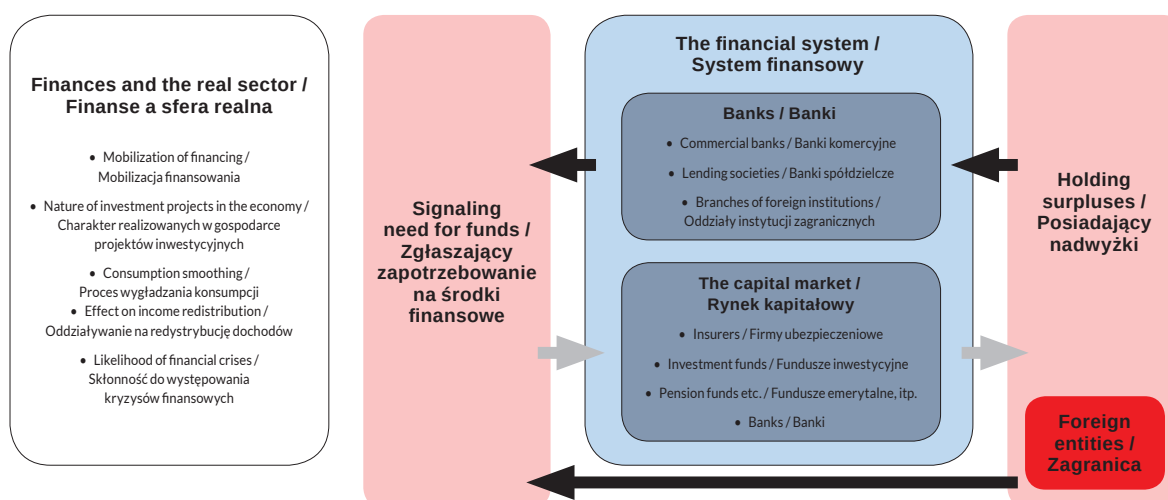
Introduction

In a properly functioning economy, finance has important role to play in making main sectors of the economy – production, trade, services – to thrive. For this reason it is worth recalling the main channels by which finance affects the processes taking place in the real sector (Figure 1). One of the most important – and often unappreciated – is the selection of investment projects. It is banks and financial intermediaries that to a great degree decide which projects are carried out in the economy at a given moment, and which are not. If financial institutions are excessively conservative (which today is often an effect of the tight regulatory environment), they will prefer low-risk projects with high levels of collateral (e.g. mortgage loans). A financial system oriented this way will rarely be a source of problems, but at the same time not inclined to finance innovative projects with high potential to benefit the economy. Thus for any economy, a very important question

Wprowadzenie

W dobrze funkcjonującej gospodarce finanse mają przede wszystkim charakter wspierający – umożliwiają rozwój produkcji, handlu, usług itd. Dlatego też warto na wstępie przypomnieć główne kanały, poprzez które oddziałują one na procesy zachodzące w sferze realnej (Wykres 1). Jednym z najbardziej istotnych – a często niedocenianych – jest dokonywanie przez instytucje finansowe selekcji projektów inwestycyjnych. To właśnie banki i pośrednicy finansowi w dużej mierze decydują o tym, które projekty są, a które nie są w gospodarce w danym momencie realizowane. Jeśli instytucje finansowe charakteryzuje nadmierny konserwatyzm (w dzisiejszych czasach często pochodną ograniczeń regulacyjnych), to będą preferować bezpieczne projekty o wysokim poziomie zabezpieczeń (np. kredyty hipoteczne). Tak ukierunkowany system finansowy nie będzie z reguły źródłem problemów, ale równocześnie nie będzie też skłonny finansować innowacyjnych projektów o dużym po-

Figure 1: Finances and the real sector
Wykres 1. Finanse a sfera realna



Source / Źródło: Author's analysis / analiza własna

is whether its regulatory framework smartly balances both of these aspects: financial system safety and the need to take on risk.

When analyzing the functioning of the financial system, it's worth noting the gradual blurring of certain traditional boundaries. While decades ago households were the main source of savings in the economy, and the borrowers were enterprises and the public sector, today both households and companies are on both sides, as suppliers and receivers of capital. The boundary between the functioning of banks and capital markets is also increasingly blurred. Today banks operate broadly through the capital market, both as acquirers of securities and as issuers.

One area that has been developing dynamically in recent years is the flow of financial resources bypassing traditional intermediaries: direct lending through the peer-to-peer (P2P)¹ and crowdfunding² platforms.

tencjalne korzyści dla gospodarki. Dlatego też bardzo istotną kwestią z punktu widzenia danej gospodarki jest to, aby tworzone w niej ramy regulacyjne umiejętnie wyważały oba te aspekty: bezpieczeństwo i potrzebę ponoszenia ryzyka.

Analizując funkcjonowanie systemu finansowego warto zwrócić uwagę na kwestię stopniowego zacierania się niektórych tradycyjnych granic. O ile jeszcze kilkadziesiąt lat temu głównym źródłem oszczędności w gospodarce były gospodarstwa domowe, a pożyczkobiorcami przedsiębiorstwa i sektor publiczny, to obecnie zarówno gospodarstwa jak i firmy występują z reguły po obu stronach – jako dostawcy i biorcy kapitału. Coraz bardziej rozmywa się także granica pomiędzy funkcjonowaniem banków, a rynku kapitałowego – dziś banki powszechnie działają poprzez rynek kapitałowy, zarówno jako nabywcy papierów wartościowych, jak też ich emitenci.

Rozwijający się w dynamicznie w ostatnich latach obszar, to przepływ środków finansowych z pominięciem tradycyjnych pośredników: pożyczanie w ramach rozwiązań takich, jak peer-to-peer (P2P)¹, czy crowdfunding².

¹ P2P is direct financing of a project by business partners.

² Fundraising by collecting money online.

¹ P2P to bezpośrednie finansowanie projektu przez partnerów biznesowych.

² Crowdfunding to finansowanie konkretnego projektu przez społeczność, w formie zwykle internetowej zbiórki pieniędzy.

Asset efficiency: GDP in constant prices per unit of net assets /

Efektywność aktywów – PKB w cenach stałych na jednostkę aktywów netto

Domestic financing: financing by local (registered in Poland) institutions, regardless of their ownership /

Finansowanie krajowe – finansowanie przez lokalne (zarejestrowane w Polsce) instytucje, bez względu na to kto jest ich właścicielem

Foreign financing: financing by non-resident entities (entities not registered in Poland) /

Finansowanie zagraniczne – finansowanie przez nierezydentów (podmioty niezarejestrowane w Polsce)

Incremental capital-output ratio: rate of investment in relation to the pace of GDP growth (in constant prices, three-year moving average) /

Przyrostowa kapitałochłonność produkcji – stopa inwestycji w relacji do tempa wzrostu PKB (w cenach stałych, średnie kroczące z 3 lat)

Enterprise sector (companies): financial and non-financial companies excluding banks (both private and state-owned) /

Sektor przedsiębiorstw (firmy) – przedsiębiorstwa niefinansowe i finansowe z wyłączeniem banków (zarówno prywatne jak i państwowe)

Banking sector: banks and other monetary institutions /

Sektor bankowy – banki i pozostałe instytucje monetarne

Public sector: units of the public finance sector (public bodies, local-government units, budget-funded units and others) /

Sektor publiczny – jednostki sektora finansów publicznych (organy władzy publicznej, jednostki samorządu terytorialnego, jednostki budżetowe i pozostałe)

Liabilities (obligations): Equity and debt obligations (debt securities and loans, excluding trade finance) /

Zobowiązania – zobowiązania kapitałowe i dłużne (papiery dłużne i kredyty z wyłączeniem kredytów handlowych)

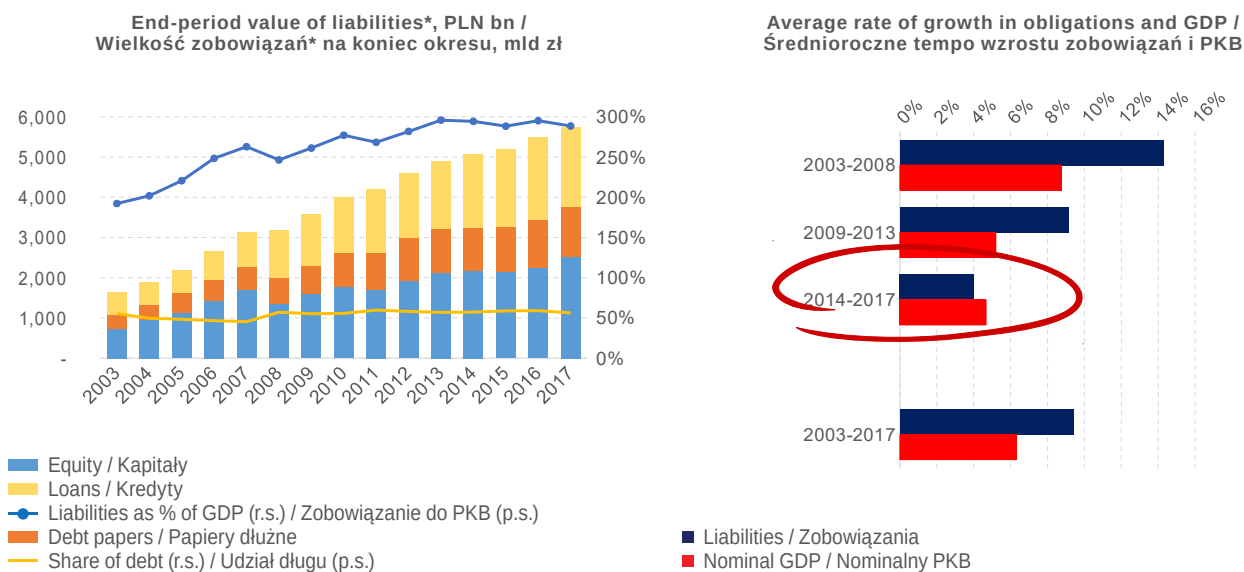
1. Financing of the Polish economy: a look back

In nominal terms, the total value of liabilities in the Polish economy today stands at about PLN 6 billion (Figure 2). Relative to GDP, in recent years the level has been stable. This means that the process of so-called financial deepening has been halted. On the one hand, this can be seen as good news: the real sector of our economy isn't threatened to be dominated by the financial sector. On the other hand, it must be noted that the process of financial deepening in our country has stopped at a relatively low level of financial penetration, which means the accumulation of assets in the economy has also stopped, and that happened at a relatively low level.

1. Finansowanie polskiej gospodarki – retrospekcja

W ujęciu nominalnym łączna wielkość zobowiązań w polskiej gospodarce sięga dziś poziomu ok. 6 bln zł (Wykres 2). Z kolei w ujęciu relatywnym – w odniesieniu do PKB – ich poziom w ostatnich latach pozostaje stabilny. To ostatnie oznacza, że proces tzw. pogłębiania finansowego uległ zatrzymaniu. Z jednej strony można to uznać za dobrą wiadomość – naszej gospodarce nie grozi dominacja sfery finansów nad sferą realną. Z drugiej jednak trzeba zauważyć, że proces pogłębiania finansowego zatrzymał się w naszym kraju przy stosunkowo niskiej penetracji finansów, a to oznacza, że akumulacja aktywów w gospodarce również wyhamowała i stało się to na relatywnie niskim ich poziomie.

Figure 2: Size and structure of liabilities in the Polish economy, 2003-2017
Wykres 2. Wielkość i struktura zobowiązań w polskiej gospodarce, 2003-2017



* Main categories of liabilities: equity and debt obligations (debt securities and loans, excluding trade financing) of companies, banks, the public sector and households / Główne kategorie zobowiązań: zobowiązania kapitałowe i dłużne (papiery dłużne i kredyty z wyłączeniem kredytów handlowych) firm, banków, sektora publicznego i gospodarstw domowych

Source / Źródła: Author's analysis based on Eurostat data (financial accounts) / analiza własna na bazie danych Eurostatu (rachunki finansowe)

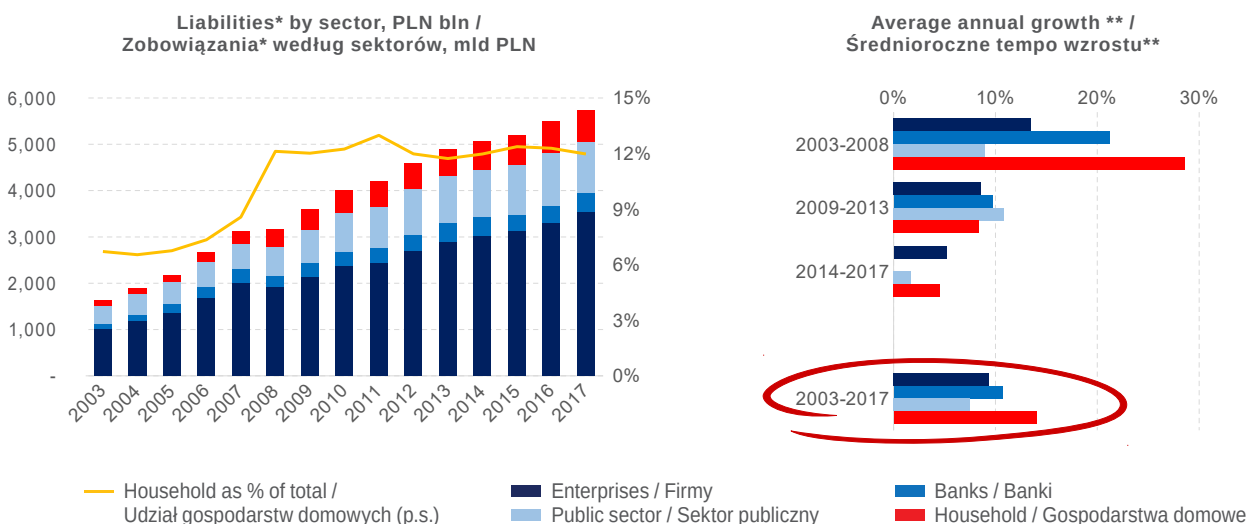
In terms of the structure of liabilities, over the years the proportion of equity and debt in the Polish economy have remained stable. This is definitely good news: Poland has avoided pressure (visible particularly in the Anglo-Saxon countries) to increase the share of debt in the structure of the financing of the economy at the expense of equity. Such practices were usually aimed at maximizing return on capital, but at the same time led to greater macroeconomic instability.

A sectoral view (Figure 3) shows that the largest liabilities are in the corporate sector, and this should be no surprise: it is the enterprise sector where the greatest part of the assets is accumulated. But what is most noteworthy is the very sharp growth in households' liabilities. This happened in particular in the first years after Poland's accession to the European Union. During this period the average annual rate of growth in household liabilities stood at 30%. It was precisely at this time that we had fast growth in the mortgage loan market, and for a certain time also in the form of foreign-currency loans. While at the end of 2003 the value of the mortgage loan portfolio was just under PLN 30 billion (3.5% of GDP), today it exceeds PLN 400 billion (about 20% of GDP).

Jeśli chodzi o strukturę zobowiązań, to na przestrzeni lat proporcje kapitału i długu pozostawały w polskiej gospodarce stabilne. To zdecydowanie pozytywna wiadomość: Polska uniknęła presji (widocznej szczególnie w krajach anglosaskich) na zwiększanie w strukturze finansowania gospodarki udziału długu kosztem kapitału. Celem tego typu praktyk jest z reguły maksymalizacja stóp zwrotu z kapitału, ale ich uboczną konsekwencją jest mniejsza stabilność gospodarki.

Ujęcie sektorowe (Wykres 3) pokazuje, że największe zobowiązania występują w sektorze firm i ten fakt nie może dziwić. To właśnie sektor przedsiębiorstw jest zawsze miejscem największej akumulacji aktywów. To co jednak zwraca największą uwagę, to bardzo gwałtowny rozwój zobowiązań sektora gospodarstw domowych. Miał on szczególnie miejsce w pierwszych latach po wejściu Polski do Unii Europejskiej (UE). W tym okresie średnioroczne tempo wzrostu zobowiązań gospodarstw domowych kształtowało się na poziomie 30%. To właśnie w tym czasie mieliśmy do czynienia z szybkim rozwojem rynku kredytów hipotecznych, przez pewien czas także w formie kredytów walutowych. O ile jeszcze na koniec 2003 r. wartość portfela kredytów hipotecznych wynosiła niespełna 30 mld zł (3,5% PKB), to obecnie przekracza 400 mld zł (ok. 20% PKB).

Figure 3: Liabilities by sector
Wykres 3. Zobowiązania w ujęciu sektorowym



* equity and debt (loans and debt securities) / zobowiązania kapitałowe i dłużne (kredyty i papiery dłużne)

** For 2014–2017 nominal growth for the public sector is lower due to the takeover and cancellation of OFE pension funds' Treasury bonds / w okresie 2014–2017 nominalna dynamika dla sektora publicznego jest zaniżona ze względu na przejęcie i umorzenie obligacji skarbowych OFE

Source / Źródła: Author's analysis based on Eurostat data / analiza własna na bazie danych Eurostatu

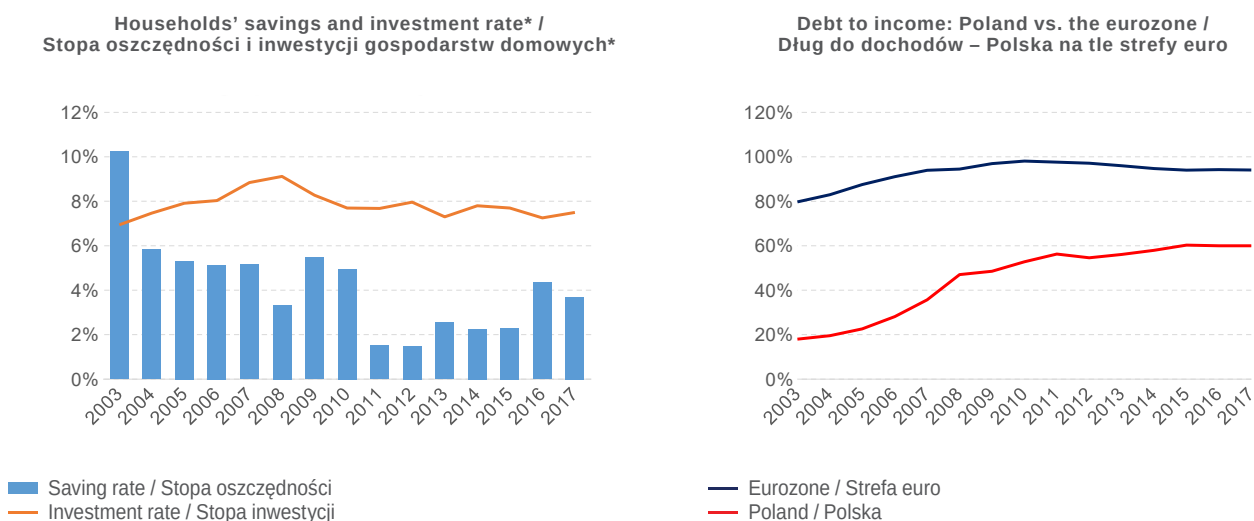
During the entire 2003–2017 period, the slowest growth in liabilities was in the enterprise sector. This can be treated as a strong warning signal – such a situation indicates that the accumulation of assets is gradually shifting in the direction of other sectors, where assets as a rule are less productive.

In case of the household sector (Figure 4) it is worth noting the revolution that has taken place there over the past 15 years. We have seen a transformation of the model of financing households, with a shift from the “save to buy” approach to “buy now, pay later”. This transformation can be seen clearly when we analyze the household savings rate, which is falling steeply, and the level of household liabilities. For a few years right after joining the EU, the level of Polish households’ indebtedness was quickly approaching the Western European level, but after the global crisis this process was halted. Today there is still a gap between Poland and the EU in terms of the level of household obligations, but taking into account the negative experiences of other countries, it does not seem desirable to close this gap.

W całym okresie 2003–2017 w najwolniejszym tempie przyrastały zobowiązania sektora przedsiębiorstw. Można to traktować jako potencjalny sygnał ostrzegawczy. Taka sytuacja wskazuje bowiem, że akumulacja aktywów przesuwa się stopniowo w kierunku innych sektorów, gdzie aktywa są z reguły mniej produktywne niż w sektorze przedsiębiorstw.

Zatrzymując się na chwilę przy sektorze gospodarstw domowych (Wykres 4) warto zwrócić uwagę na olbrzymią rewolucję, jaka tam się dokonała w ostatnich 15 latach. Mieliśmy do czynienia z transformacją modelu finansowania gospodarstw domowych, z przejściem od modelu „oszczędzaj by kupić”, do modelu „kupuj na kredyt by spłacać”. Transformację tę wyraźnie widać, gdy analizuje się stopę oszczędności – która silnie spadła – oraz poziom zobowiązań gospodarstw. Przez kilka lat bezpośrednio po wejściu do UE poziom zadłużenia polskich gospodarstw szybko zbliżał się do poziomu zachodnioeuropejskiego, ale po globalnym kryzysie proces ten został powstrzymany. Dziś wciąż istnieje istotna luka między Polską a UE jeśli chodzi o poziom zobowiązań gospodarstw domowych, ale w kontekście niekorzystnych doświadczeń innych krajów nie wydaje się pożądane byśmy lukę tę domykali.

Figure 4: Households’ savings rate, investment and debt
Wykres 4. Sektor gospodarstw domowych: stopa oszczędności, inwestycje, dług



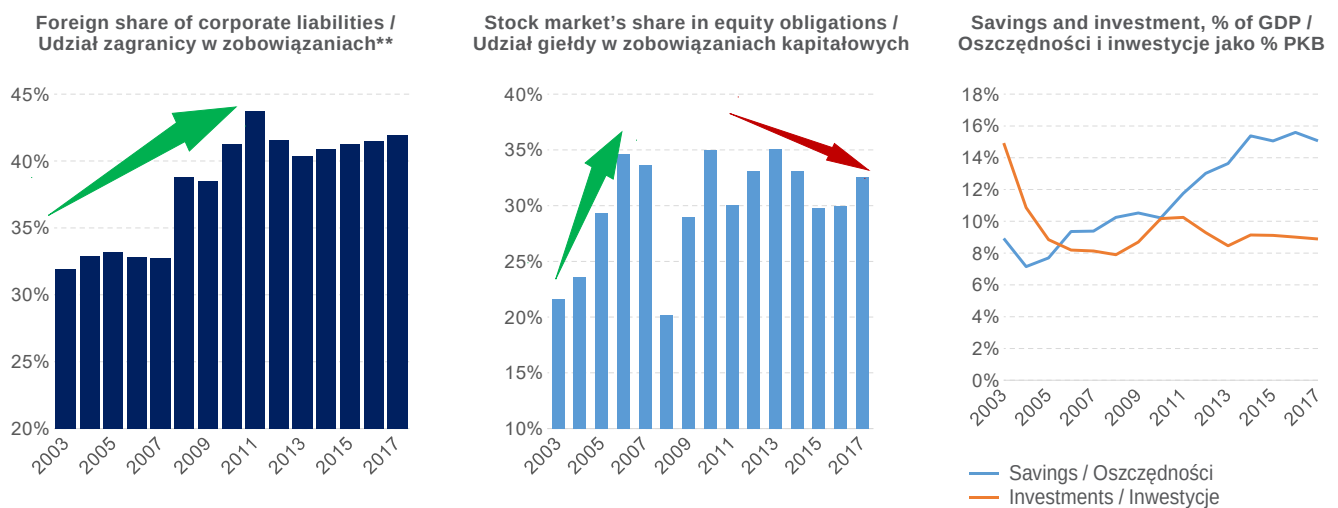
* As a percentage of income / W relacji do dochodów

Source / Źródła: Author's analysis based on Eurostat data / analiza własna na bazie danych Eurostatu

In the case of the enterprise sector, several effects related to Polish membership in the EU are notable (Figure 5). First, right after EU accession there was growth in foreign entities' share in companies' liabilities, which was related to a broad wave of foreign direct investment. Poland's entrance to the common market bore fruit in the relocation of production from Western Europe; in 2005–2007, FDI reached the equivalent of 5–7% of GDP. The global financial crisis disturbed this process, reducing the scale of FDI inflows to a permanently lower level.

W przypadku sektora przedsiębiorstw uwagę zwraca kilka efektów związanych z członkostwem Polski w UE (Wykres 5). Po pierwsze, zaraz po wejściu do Unii nastąpił wzrost udziału zagranicy w zobowiązaniach firm, co było związane z szeroką falą inwestycji bezpośrednich (BIZ). Włączenie Polski do wspólnego rynku zaowocowało relokacją do naszego kraju części produkcji z Europy Zachodniej. W efekcie w latach 2004–2007 inwestycje bezpośrednie osiągały równowartość 5–7% PKB. Globalny kryzys finansowy zaburzył ten proces, sprowadzając skalę napływu BIZ do trwale niższego poziomu.

Figure 5: Financing in the enterprise sector*
Wykres 5. Finansowanie w sektorze przedsiębiorstw*



* Non-financial enterprises and non-bank financial enterprises / Przedsiębiorstwa finansowe (z wyłączeniem banków) i niefinansowe

** debt and equity / kapitał i dług

Source / Źródła: Author's analysis based on Eurostat data / analiza własna na bazie danych Eurostatu

The second noteworthy fact is the temporary growth of the stock market's significance as a source of financing for companies: after EU accession the capitalization of domestic companies listed on the Warsaw Stock Exchange in relation to the total capital of the enterprise sector grew over several years. But as in the case of FDI, here too the global crisis halted this process, and recent years have seen a descending role of the stock exchange in the financing of companies.

Drugim wartym odnotowania faktem jest przejściowy wzrost znaczenia giełdy jako źródła finansowania firm: po wejściu do UE kapitalizacja krajowych spółek notowanych na GPW w relacji do całości kapitałów sektora przedsiębiorstw przez kilka lat rosła. Podobnie jednak jak w przypadku BIZ także tu globalny kryzys doprowadził do zatrzymania tego procesu, a ostatnie lata to wręcz powolny spadek znaczenia giełdy w finansowaniu firm.

The third important development in case of the enterprise sector is the growing surplus of savings over investments. Today it has reached very significant scale, of about PLN 100 billion a year (about 6–7% of GDP). These surplus

Trzecia istotna kwestia odnosząca się do sektora przedsiębiorstw, to rosnąca nadwyżka oszczędności nad inwestycjami. Dzisiaj osiągnęła ona bardzo poważne rozmiary, wynosi ok. 100 mld zł rocznie (ok. 6–7% PKB). Te nadwyżkowe

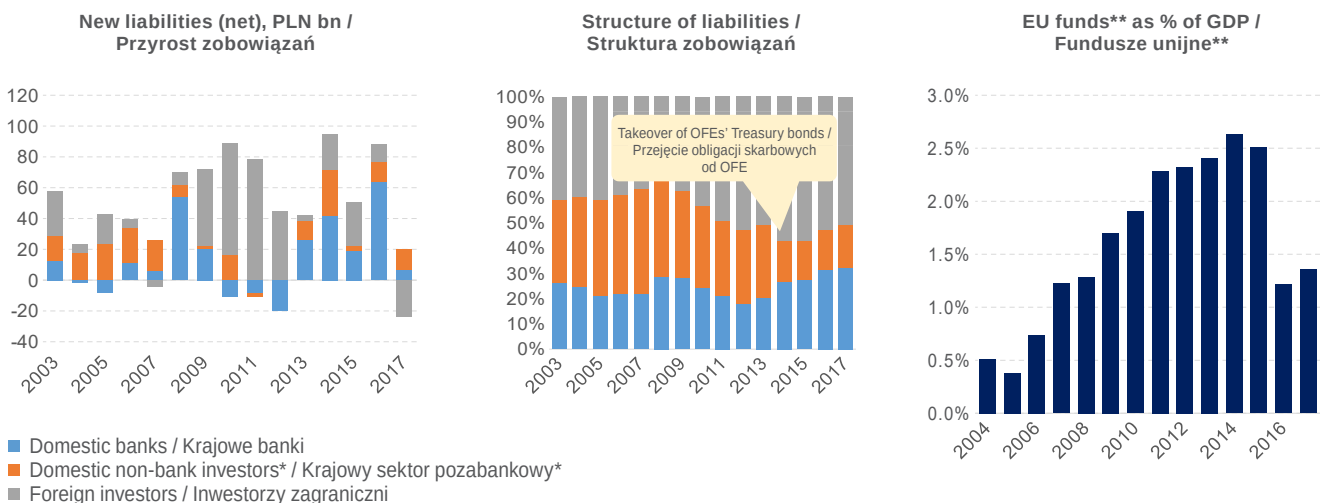
savings are transferred through the financial system to other sectors of the economy, to finance their investments, which as a rule are notably less productive. It's worth noting that these transfers are taking place in a situation where in light of the change in conditions on the labor market³ a greater scale of corporate investments would be desired.

In the case of the public sector, the strong growth in debt obligations during the global crisis and a few years after (Figure 6) is notable. This is a result of the expansionary fiscal policy at the time. The greatest role in financing the needs of the public sector has been played by foreign investors. A second significant source of financing today is the banks; under rising capital requirements, Treasury bonds, which don't absorb capital, proved to a relatively attractive alternative to financing the private sector.

oszczędności są transferowane za pośrednictwem systemu finansowego do innych sektorów gospodarki, by finansować ich – z reguły znacznie mniej produktywne – inwestycje. Warto zwrócić uwagę, że zjawisko to ma miejsce w sytuacji, gdy ze względu na zmianę uwarunkowań na rynku pracy³ większa skala inwestycji firm byłaby bardzo pożądana.

W przypadku sektora publicznego uwagę zwraca silny przyrost zobowiązań w czasie globalnego kryzysu i przez kilka lat po nim (Wykres 6). To pochodna ekspansywnej w tym czasie polityki fiskalnej. Największą rolę w finansowaniu potrzeb sektora publicznego odgrywają inwestorzy zagraniczni. Drugim istotnym finansującym są dziś banki; w warunkach rosnących wymogów kapitałowych nie absorbujące kapitałów obligacje Skarbu Państwa (SP) są dla tych instytucji stosunkowo atrakcyjną alternatywą do finansowania sektora prywatnego.

Figure 6: Public sector financing by type of investor
Wykres 6. Finansowanie sektora publicznego wg rodzaju inwestorów



* Figures for 2014 exclude effect of cancellation of about PLN 150 bln of the OFE Treasury bonds / W 2014 r. z wyłączeniem wpływu umorzenia obligacji OFE o wartości ok. 150 mld zł

** capital transfers (data from capital account of balance of payments) / transfery kapitałowe (dane z rachunku kapitałowego bilansu płatniczego)

Source: Author's analysis based on Eurostat, NBP and Finance Ministry data
 Źródła: Opracowanie własne na bazie danych Eurostatu, NBP i Ministerstwa Finansów

³ This will be discussed further in the next section (3. Financing of the economy: what next?)

³ Więcej na ten temat w następnej części tekstu (3. Finansowanie gospodarki – co dalej?)

It is worth noting that with the takeover in 2014 of the Treasury bonds held by the OFE pension funds, the role of non-bank financial institutions in financing public-sector obligations fell significantly.

In relation to the public sector it is also worth stressing the role of EU funds in financing various kinds of infrastructure projects. For many years the inflow of such funds has growing, and only in 2016–2017 was there a temporary collapse.

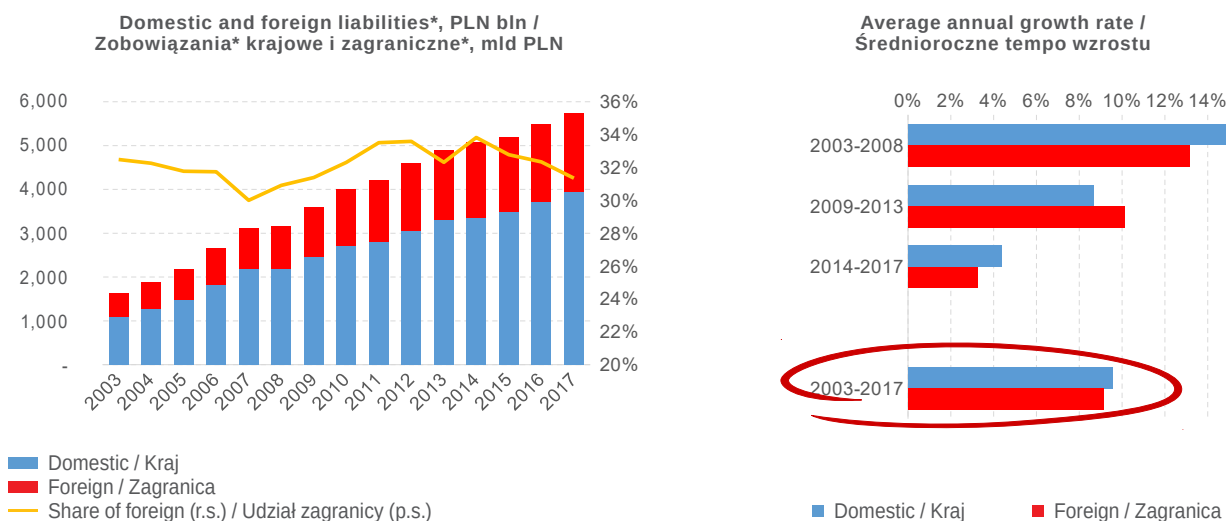
A split of liabilities into foreign and domestic reveals that dependence on foreign capital, despite fluctuations in particular sub-periods, remains relatively stable (Figure 7). To a certain degree this is influenced by the fact that virtually all of the fast-growing household-sector liabilities are of a local nature (representing debt in the local banking sector). Even if we disregard the household sector, the foreign share remains relatively stable, at a slightly higher level. The stable share of foreign financing indicates, that in the last 15 years they grew at the pace of total liabilities.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że wraz z przejęciem w 2014 r. obligacji SP będących w posiadaniu OFE znacząco spadła rola poza-bankowych instytucji finansowych w finansowaniu zobowiązań sektora publicznego.

W odniesieniu do sektora publicznego warta podkreślenia jest także rola funduszy unijnych w finansowaniu różnego rodzaju projektów infrastrukturalnych. Przez wiele lat napływ tego typu środków narastał i dopiero lata 2016–2017 przyniosły czasowe załamanie.

Analiza struktury zobowiązań w podziale na krajowe i zagraniczne wskazuje, że udział kapitału zagranicznego, pomimo wahań w poszczególnych podokresach, pozostaje relatywnie stabilny (Wykres 7). W pewnej mierze wpływ na to ma fakt, że zdecydowana większość szybko rosnących zobowiązań sektora gospodarstw domowych ma charakter lokalny (to dług w lokalnym sektorze bankowym). Nawet jeśli wyłączyć sektor gospodarstw domowych, to udział zagranicy nadal pozostaje stabilny, przy czym kształtuje się on na nieco wyższym poziomie. Stabilny udział finansowania zagranicznego świadczy o tym, że jego skala rosła proporcjonalnie do tempa wzrostu zobowiązań ogółem.

Figure 7: Role of foreign financing
Wykres 7. Rola finansowania zagranicznego



* equity and debt obligations (including loans and debt securities) / zobowiązania kapitałowe i dłużne (kredyty i papiery dłużne)

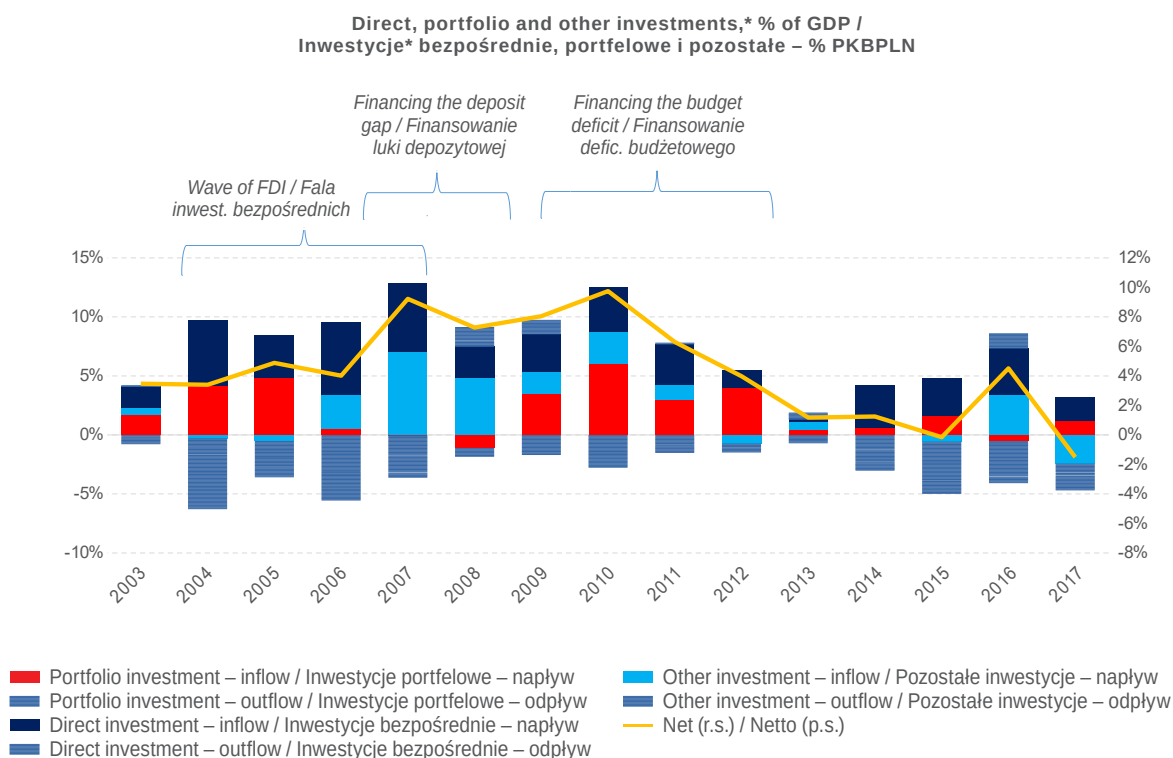
Source: Author's estimates based on Eurostat and NBP data (financial accounts, foreign debt and international investment position)

Źródła: Szacunki własne na bazie danych Eurostatu i NBP (rachunki finansowe, zadłużenie zagraniczne i międzynarodowa pozycja inwestycyjna)

If we look more deeply into flows of foreign capital, it turns out that foreign financing to a high degree addresses the particular needs of our economy at a given moment (Figure 8). First, immediately after EU accession, we saw a wave of direct investments, related to the process of modernization of the economy and its integration into European value chains. Later, in 2007–2008 there was a period of very intense absorption of funds by the banking sector. It resulted from a need to finance the so-called deposit gap that appeared in Poland at that point.

Jeśli dogłębniej przyjrzeć się strumieniom kapitału zagranicznego, to okazuje się, że finansowanie zagraniczne w dużej mierze odpowiadało na konkretne potrzeby naszej gospodarki w danym momencie (Wykres 8). Najpierw, zaraz po wejściu do UE odnotowaliśmy falę inwestycji bezpośrednich. Związana ona była z procesem modernizacji gospodarki oraz włączaniem jej w europejskie łańcuchy tworzenia wartości. Później, w latach 2007–2008 nastąpił okres bardzo intensywnej absorpcji środków przez sektor bankowy, w związku z potrzebą sfinansowania tak zwanej luki depozytowej, która się w tym momencie w Polsce pojawiła.

Figure 8: Cross-border capital flows
Wykres 8. Transgraniczne przepływy kapitałowe



* "Inflow" means the balance of foreign investment in Poland, and "outflow" the net value of Polish investments abroad (which may be positive if their scale is limited and capital is returning to Poland) / „Napływ” oznacza saldo inwestycji zagranicy w Polsce, a „odpływ” wielkość netto polskich inwestycji za granicą (mogą przyjmować wartość dodatnią, gdy ich skala jest ograniczona – kapitał wraca do Polski)

Source / Źródło: Author's analysis based on NBP balance of payments data / opracowanie własne na bazie danych NBP (bilans płatniczy)

Finally, after the outbreak of the global financial crisis, foreign money ensured financing for the public sector's great borrowing needs at the time; as a result, the scale of this sector's foreign liabilities temporarily exceeded 30% of GDP, and the non-residents share in total liabilities exceeded 50%.

Wreszcie, po wybuchu globalnego kryzysu finansowego zagranica zapewniała finansowanie olbrzymich w tym czasie potrzeb pożyczkowych sektora publicznego; w efekcie skala zobowiązań tego sektora wobec zagranicy przekroczyła przejściowo 30% PKB, a udział zagranicy w całości zobowiązań przekroczył 50%.

It is also worth noting that in recent years, cross-border flows have been in balance. In net terms, our foreign liabilities are not growing: new liabilities are balanced by foreign assets, related mainly to capital expansion of Polish companies.

Warto jeszcze zwrócić uwagę na fakt, że w ostatnich latach przepływy transgraniczne pozostają zbilansowane. W ujęciu netto nasze zobowiązania wobec zagranicy nie rosną: nowym zobowiązaniom towarzyszy taka sama skala nowych aktywów zagranicznych, związanych głównie z ekspansją kapitałową polskich firm.

Figure 9: Stages of financing of the Polish economy
Wykres 9. Etapy finansowania polskiej gospodarki



Source / Źródło: Author's analysis / analiza własna

Summarizing the retrospective part of the analysis, it is worth dividing the past 15 years into three stages of financing of the Polish economy (Figure 9):

- The first years of EU membership (2004–2008), characterized by fast growth in demand from all three sectors of the economy and simultaneous growth in all segments of supply of financing (which was reflected in fast expansion of bank assets, development of the capital market and inflows of foreign capital);

Podsumowując retrospektywną część analizy warto spojrzeć na minione 15 lat poprzez pryzmat trzech, dość wyraźnych etapów finansowania polskiej gospodarki (Wykres 9):

- Etap obejmujący pierwsze lata w UE (2004–2008), który charakteryzował szybki wzrost popytu ze strony wszystkich (trzech) sektorów gospodarki i równoczesny rozwój wszystkich segmentów podaży finansowania (znalazło to odzwierciedlenie w szybkiej ekspansji aktywów bankowych, rozwoju rynku kapitałowego i w napływie kapitału zagranicznego);

- The crisis stage (2009–2013), related to the global financial crisis and the eurozone crisis. Aggregate demand for financing moderated at the time. The exception was the public sector: fiscal expansion caused sharp growth in the need for financing, which to a significant degree was met by foreign investors. During this stage regulatory requirements were significantly tightened, particularly with regard to banks, which contributed to a drop in risk appetite and started the process of optimization of financial institution's assets;
- The post-crisis stage (2014–2018), characterized by relatively weak demand for financing. In some sectors further optimization of the structure of liabilities took place in that time.⁴ On the supply side, the stock market was significantly curtailed (a result of political factors and uncertainty related to the future of the OFE pension funds), and the non-Treasury bond segment was growing unevenly.⁵ The role of foreign capital fell, with net inflows dropping to zero.
- Etap kryzysowy (2009–2013) związany z globalnym kryzysem finansowym oraz kryzysem strefy euro. Zagregowany popyt na finansowanie uległ wówczas ograniczeniu. Wyjątek dotyczył sektora publicznego: tam ekspansja fiskalna spowodowała gwałtowny wzrost zapotrzebowania, które w znacznej mierze zostało zaspokojone przez inwestorów zagranicznych. W tym etapie zaostrzono znacznie wymogi regulacyjne, w szczególności wobec banków, co przełożyło się na spadek „apetytu na ryzyko” i zapoczątkowało proces optymalizacji struktury aktywów instytucji finansowych;
- Etap post-kryzysowy (2014–2018), który charakteryzował się relatywnie słabym popytem na finansowanie. W wielu sektorach następowała dalsza optymalizacja struktury zobowiązań⁴. Po stronie podaży ograniczeniu uległo znaczenie giełdy (rezultat wpływu czynników politycznych i niepewności związanej z przyszłością OFE), a segment obligacji nieskarbowych rozwijał się w sposób nierównomierny⁵. Spadła rola kapitału zagranicznego, którego napływ – w ujęciu netto – ustał.

⁴ An example is the banking sector, which paid down the foreign obligations that arose as a result of financing the deposit gap, with simultaneous growth in issuance of debt securities as a result of the need to meet regulatory requirements and for the purpose of optimizing capital structures.

⁵ The growing scale of banks' issuance was accompanied by stagnation in the corporate sector (a result of the GetBack scandal, in which many investors lost a significant portion of the funds they invested).

⁴ Przykładem jest sektor bankowy, gdzie miała miejsce częściowa spłata zobowiązań zagranicznych powstałych w związku z finansowaniem luki depozytowej, przy równoczesnym wzroście emisji papierów dłużnych w związku z koniecznością spełnienia wymogów regulacyjnych oraz w celu optymalizacji struktury kapitałów.

⁵ Rosnącej skali emisji banków towarzyszyła stagnacja w segmencie korporacyjnym (pochodna afery Getback, w której wielu inwestorów straciło znaczną część zainwestowanych środków).

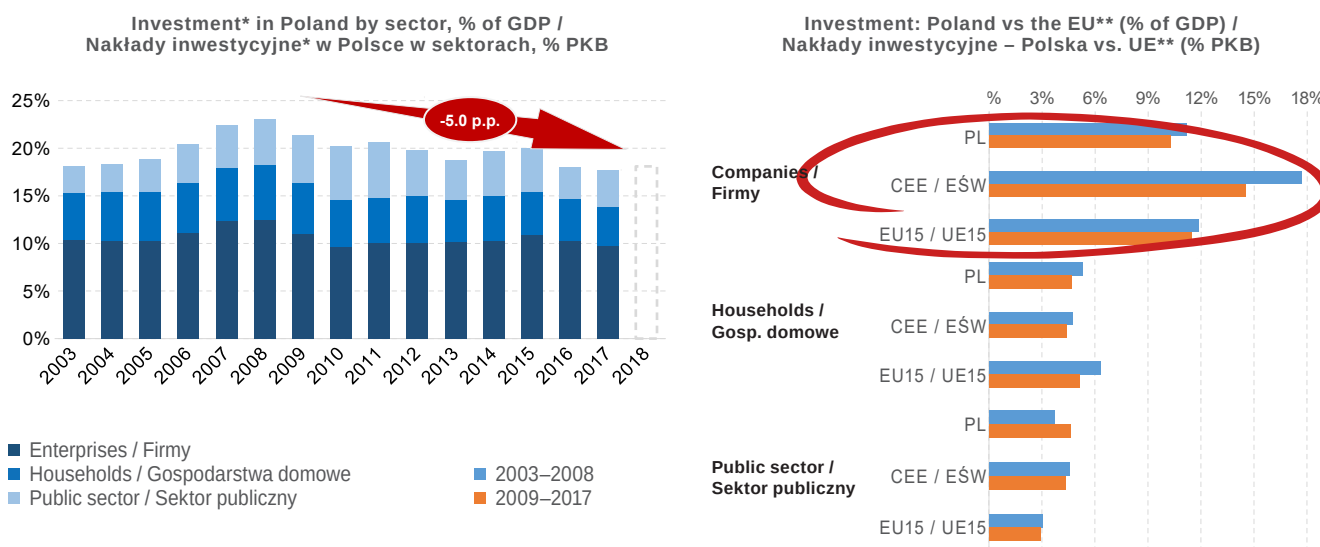
2. The effect of financing on investment processes

Data showing the total level of investment in fixed assets in relation to GDP indicate that we are in a long-term declining trend. From the peak in 2007–2008, investment in relation to GDP is gradually declining (Figure 10). In 2018 we saw a slight bounce, but the level achieved was still 5 percentage points lower than at the peak.⁶

2. Przełożenie finansowania na procesy inwestycyjne

Dane obrazujące ogólny poziom inwestycji w środki trwałe w relacji do PKB wskazują, że znajdujemy się w długotrwałym trendzie spadkowym. Od szczytu, który miał miejsce w latach 2007–2008, inwestycje w relacji do PKB stopniowo maleją (Wykres 10). W roku 2018 odnotowaliśmy lekkie odbicie, ale osiągnięty poziom był i tak o 5 punktów procentowych niższy od tego w okresie szczytu.⁶

Figure 10: Investment by sector
Wykres 10. Nakłady inwestycyjne w ujęciu sektorowym



* Gross fixed capital formation / Nakłady brutto na środki trwałe

** CEE includes EU countries from Central and Eastern Europe (excluding Bulgaria and Croatia, for which data are incomplete); EU15 excludes Sweden (no data) / EŚW obejmuje kraje Unii z regionu Europy Środkowowschodniej (bez Bułgarii i Chorwacji – brak szeregów danych), UE15 bez Szwecji (brak danych)

Source / Źródła: Author's analysis based on Eurostat data / analiza własna na bazie danych Eurostatu

Breakdown of the investment data into sectors points to two important facts. First of all, in the case of corporate investment, the scale in relation to GDP is lower in comparison both to the level for the EU 15 and to that of the new EU members. In relation to the latter, the gap

Jeśli spojrzeć na dane o inwestycjach w ujęciu sektorowym, to uwagę zwracają dwa fakty. Po pierwsze, w przypadku inwestycji firm ich skala w relacji do PKB jest niższa zarówno jeśli porównać ją ze wskaźnikiem dla krajów UE15, jak też nowych krajów członkowskich Unii. Luka w stosunku do

⁶ In constant prices the decline was somewhat shallower, at about 3 percentage points.

⁶ W cenach stałych skala spadku była nieco mniejsza, wyniosła ok. 3 punkty procentowe.

is very wide, at barely 10% in Poland compared with an average of 14%. Secondly, at an aggregate level the size and the structure of investment outlays in Poland are significantly closer to those of mature, richer economies than to those of emerging economies, where due to the catching-up process, the general scale of investment is as a rule higher, particularly in the enterprise sector. Against this background the question about the possibility of maintaining the current pace of economic growth in the coming years seems justified.

To complete the picture of enterprises' investment, it is worth referring to the results of continent-wide research by the European Investment Bank (Figure 11). These results were presented in *Investment Report 2018/2019: Retooling Europe's economy*. On the basis of the EIB's research, we can state that companies in Poland:

- are aware that their level of investment is insufficient: the percentage of companies that say they are convinced that their own investments are too low is one of the highest in the EU;
- relatively rarely use best equipment/machinery available in their industry: the percentage of companies using state-of-the-art solution available for their sector is one of the lowest in the EU;
- are increasingly encountering barriers to financing: Poland is among the countries with the highest percentage of companies with unmet financing needs.

The appearance of barriers to financing seems to be the result of two factors. First, many companies in Poland are relatively weakly capitalized, and thus aren't attractive partners for financial institutions such as banks. Secondly, the banks themselves have limited appetite for corporate risk, which is mainly due to demanding regulatory environment.

Another important theme related to investment processes is the question of their effectiveness: how assets accumulated in investment processes translate into economic growth, particularly in the medium and long term.

tych ostatnich jest bardzo duża – o ile średnia dla tych krajów z ostatnich lat to ok. 14% PKB, to w Polsce zaledwie 10%. Po drugie, jeśli spojrzeć całościowo na wielkość i strukturę nakładów na środki trwałe w Polsce, to swym profilem znacznie bliżej im do dojrzałych, zamożniejszych od nas gospodarek niż do gospodarek wschodzących, gdzie ze względu na procesy doganiania ogólna skala inwestycji jest z reguły wyższa, szczególnie w sektorze przedsiębiorstw. Sytuacja w Polsce w obszarze inwestycji każe postawić pytanie, czy dynamiczny obecnie wzrost PKB nie będzie stopniowo wygasać.

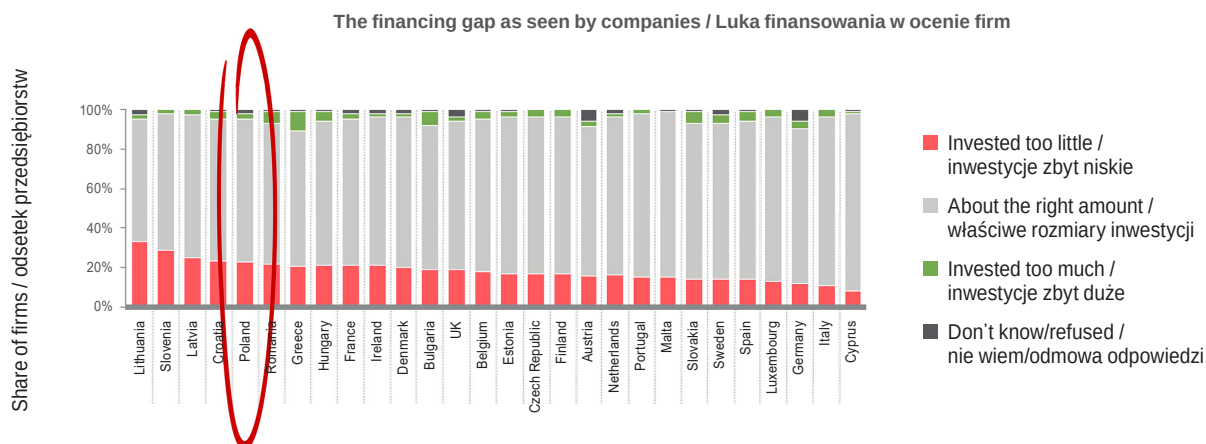
By uzupełnić nieco obraz inwestycji przedsiębiorstw warto odwołać się do rezultatów pan-europejskiego badania Europejskiego Banku Inwestycyjnego (Wykres 11). Wyniki tego badania zostały przedstawione w raporcie pt. „Investment Report 2018/2019: Retooling Europe's economy”. Na bazie badań EBI można stwierdzić, że firmy w Polsce:

- mają świadomość tego, że poziom inwestycji nie jest odpowiedni: odsetek firm, które deklarują, że w ich przekonaniu ich własne inwestycje są zbyt niskie jest jednym z najwyższych w UE;
- stosunkowo rzadko dysponują najnowszymi rozwiązaniami dostępnymi w danej branży: odsetek firm, które deklarują, że mają najbardziej nowoczesne dostępne rozwiązania, maszyny i urządzenia w swojej branży jest jednym z najniższych w UE;
- coraz częściej napotykają barierę finansowania: Polska jest w grupie krajów, dla których odsetek firm, których potrzeby finansowe nie zostały zaspokojone jest jednym z najwyższych.

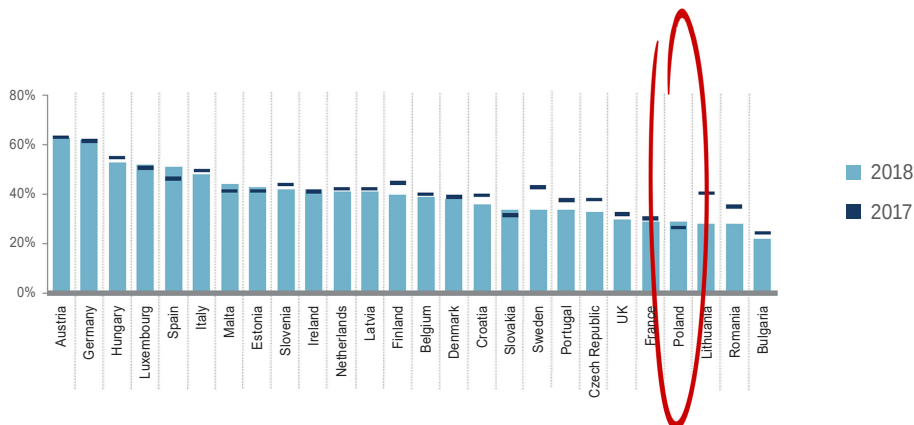
Występowanie bariery finansowania to – jak się wydaje – pochodna dwóch czynników. Po pierwsze, wiele firm w Polsce jest stosunkowo słabych kapitałowo i z tego powodu są mało atrakcyjnym partnerem np. dla banków. Po drugie, same banki podchodzą do finansowania firm coraz bardziej restrykcyjnie i jest tak ze względu na znacznie bardziej wymagające otoczenie regulacyjne.

Kolejnym istotnym wątkiem odnoszącym się do procesów inwestycyjnych jest kwestia ich efektywności, tego jak akumulowane w ramach procesów inwestycyjnych środki trwałe przekładają się na wzrost gospodarczy, szczególnie w średnim i długim okresie.

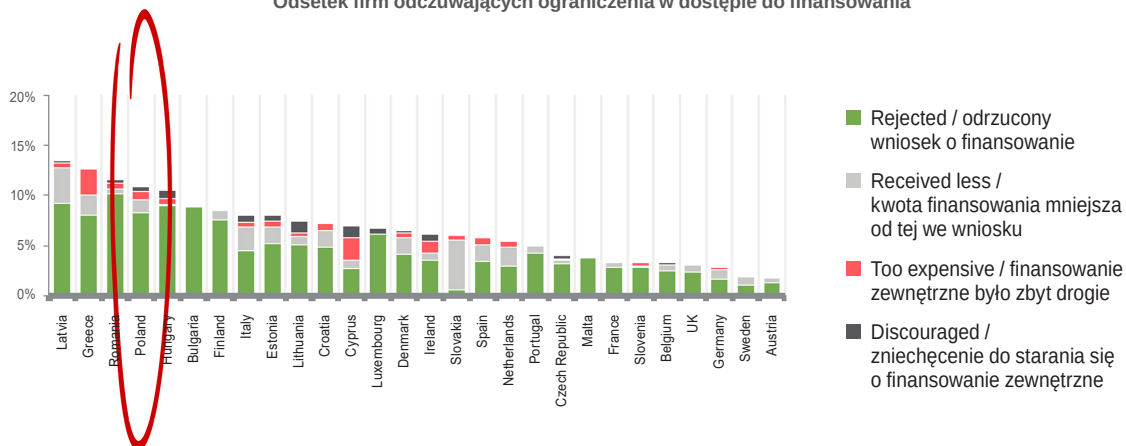
Figure 11: Selected aspects of investment by the corporate sector
Wykres 11. Wybrane aspekty inwestycji sektora przedsiębiorstw



Percentage of companies using state-of-the-art equipment /
Odsetek firm, które działają w oparciu o najnowsze urządzenia



Percentage of companies experiencing limitations in access to financing /
Odsetek firm odczuwających ograniczenia w dostępie do finansowania

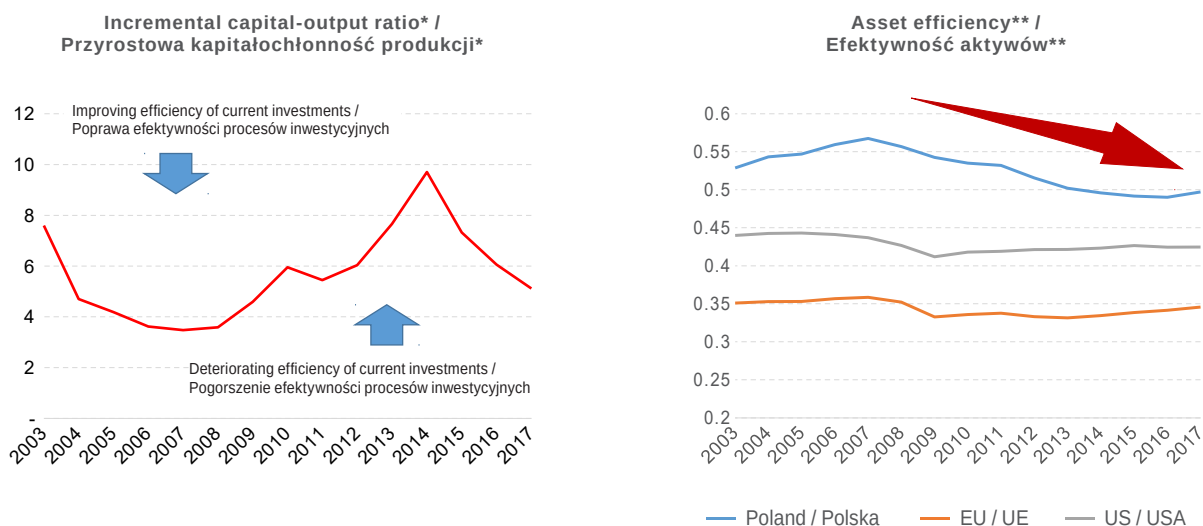


Source / Źródło: EIB (EIB Investment Survey 2018)

One indicator that allows us to assess the effectiveness of current outlays is the incremental capital-output ratio (Figure 12). The lower the value of this indicator, the better. In Poland, after EU accession there was a significant improvement in the effectiveness of investment. This was a time of high FDI, the time when many factories, often export-oriented (and thus with high economies of scale), were built and modernized. These highly productive plants had a positive effect on economic growth. In the following years, along with the change in the structure of investment spending (the growing share of the public sector and households), the efficiency of investment processes worsened. It is only in recent years that we have seen a reversal in these negative tendencies.

Wskaźnikiem, który pozwala ocenić efektywność bieżących nakładów jest przyrostowa kapitałochłonność produkcji (Wykres 12). Im niższa wielkość tego wskaźnika, tym lepiej. W Polsce po wejściu do Unii Europejskiej nastąpiła znaczna poprawa efektywności inwestycji. To czas wysokiego poziomu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), czas kiedy powstało i zmodernizowanych zostało wiele fabryk, często w swej produkcji ukierunkowanych na eksport (a więc o silnych efektach skali). Te wysoce produktywne zakłady miały pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy. W kolejnych latach, wraz ze zmianą struktury wydatków inwestycyjnych (rosnący udział sektora publicznego i gospodarstw domowych) efektywność procesów inwestycyjnych uległa pogorszeniu. Dopiero ostatnie lata przyniosły zmianę tych niekorzystnych tendencji.

Figure 12: Efficiency of investment processes
Wykres 12. Efektywność procesów inwestycyjnych



* investment rate in relation to GDP growth rate (in constant prices, three-year moving average) / stopa inwestycji w relacji do tempa wzrostu PKB (w cenach stałych, średnie kroczące z 3 lat)

** GDP in constant prices per unit of net assets / PKB w cenach stałych na jednostkę aktywów netto

Source: Author's calculations (incremental capital-output ratio based on Eurostat data)

and European Commission data (Ameco database, asset efficiency) /

Źródła: Obliczenia własne (przyrostowa kapitałochłonność inwestycji - na bazie danych Eurostatu) i dane Komisji Europejskiej (Ameco database, efektywność aktywów)

As a rule, the indicator asset efficiency follows the direction set by the incremental capital-output ratio. This indicator takes into account the productivity of all assets accumulated in an economy, not only those added as part of ongoing investment processes; the higher the level, the better. For Poland, this indicator confirms that after

Za kierunkami wyznaczonymi przez wskaźnik przyrostowej kapitałochłonności produkcji postępuje z reguły wskaźnik efektywności aktywów. Uwzględnia on produktywność wszystkich zakumulowanych w danej gospodarce aktywów, a nie tylko tych dodawanych w ramach bieżących procesów inwestycyjnych; im wyższy poziom wskaźnika tym

entry to the EU we saw an improvement in the quality of investment processes, after which there was a worsening (the indicator was in a declining trend for several years, halted only recently).

To sum up the theme of investment, it must be stated that on the one hand, in recent years we have faced a relatively low scale of investment, while on the other, the effectiveness of investment processes is no longer as high as in the first years of Polish EU membership. The long-term downward trend of declining asset effectiveness in combination with the shrinking scale of investment fits into a scenario of a gradual slowdown in economic growth in Poland.

lepiej. Dla Polski miernik ten potwierdza, że po wejściu do Unii Europejskiej mieliśmy do czynienia z poprawą jakości procesów inwestycyjnych, po czym nastąpiło pogorszenie (wskaźnik znalazł się w kilkuletnim trendzie spadkowym, zatrzymanym dopiero w ostatnich latach).

Reasumując wątek inwestycji należy stwierdzić, że z jednej strony mieliśmy w ostatnich latach do czynienia z relatywnie niską skalą inwestycji, z drugiej zaś – efektywność procesów inwestycyjnych nie jest już tak wysoka jak w pierwszych latach członkostwa Polski w UE. Długofalowa tendencja spadku efektywności aktywów w połączeniu z malejącą skalą inwestycji wpisuje się, moim zdaniem, w scenariusz stopniowego spowalniania tempa rozwoju gospodarczego.

3. Financing of the economy: what next?

To a high degree the availability of financing in the next few years will depend on the risk appetite of banks and non-bank financial institutions. In this situation it is worth recalling a few facts about the condition of both of these segments of the financial market.

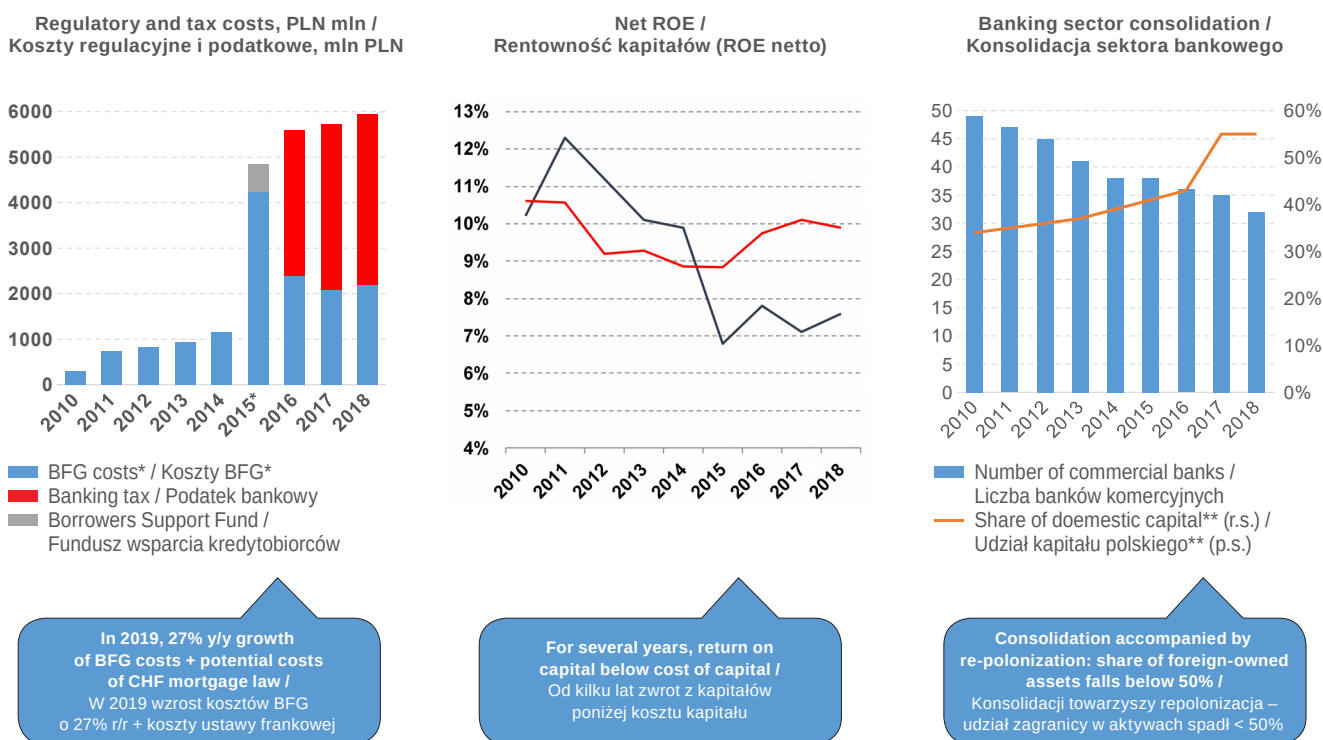
The banks' situation in recent years has changed for the worse (Figure 13). There are several reasons. The most important is related to the tax and regulatory environment. The costs of the deposit guarantee system have grown, a bank tax has been introduced and the costs of compliance with many other regulatory requirements are also growing. This is one of the main drivers of banks' operating costs.

3. Finansowanie gospodarki: co dalej?

Dostępność finansowania w najbliższych latach będzie w dużej mierze pochodną tzw. „apetytu na ryzyko” ze strony banków i niebankowych instytucji finansowych. W tej sytuacji warto przywołać kilka faktów na temat kondycji obu tych segmentów rynku.

Sytuacja banków w ostatnich latach diametralnie się zmieniła na niekorzyść (Wykres 13). Powodów jest kilka. Najważniejszy z nich związany jest z otoczeniem regulacyjno-podatkowym. Wzrosły koszty funkcjonowania systemu gwarancji depozytów, wprowadzony został podatek bankowy, rosną także koszty wynikające z obowiązku dostosowań do wielu innych wymagań regulacyjnych. To jeden z głównych motorów napędowych kosztów operacyjnych banków.

Figure 13: Selected data on the Polish banking sector
Wykres 13. Wybrane dane na temat sektora bankowego w Polsce



* Bank Guarantee Fund costs burdened by a one-time payment related to the collapse of SK Bank / koszty BFG obciążone jednorazową składką związaną z upadkiem SK Banku

** in value of assets controlled in the sector / w wartości kontrolowanych aktywów sektora

Source / Źródło: Author's analysis based on KNF and GUS data / analiza własna na bazie danych KNF i GUS

Along with growing costs, the banks can't count on a significant improvement on the income side. This is because despite strong economic growth of about 5%, interest rates remain low,⁷ limiting opportunities for expansion of the most important source of revenues: the net interest income.⁸

As a result of cost pressure and limited income expansion for the last few years, the banking sector's return on capital has been lower than profitability in the non-financial enterprise sector, and – more importantly – lower than their cost of capital. Such a situation discourages investors from placing capital in banks; usually they provide only a minimum necessary to meet regulatory requirements (current and future). Additionally, there is a clear tendency to optimize asset structures in reaction to capital requirements; Treasury bonds and mortgage loans are attractive for banks, but not necessarily loans associated with risk, including those to corporate sector.

Low profitability is also leading to consolidation of the banking sector, which may result in a limitation of competition and the emergence of institutions that are "too big to fail". The owners of particular institutions face the following choice today: either to expand in scale (becoming a consolidating entity), or give up on banking in Poland, selling assets to those who plan to stay. Along with the withdrawal from the market of some foreign investors, in recent years the role of assets controlled by local capital has increased. Because this is to a high degree an effect of takeovers by state-controlled institutions, the so-called re-polonization is accompanied by growing presence of the state in the financial sector. This last effect is strengthened by the ever broader engagement of so-called development institutions (Bank Gospodarstwa Krajowego and the Polish Development Fund, or PFR), which also operate in the commercial sector.

⁷ Since March 2015 the NBP reference rate has been kept at 1.5%.

⁸ Net interest income is the difference between interest revenue (interest on loans issued) and interest costs (interest paid on deposits and debt securities). Higher interest rates as a rule translate into growth in the difference between the average rate on loans and deposits, a favorable situation for banks.

Przy rosnących kosztach banki nie mogą równocześnie liczyć na istotną poprawę po stronie dochodowej. Wynika to z faktu, że pomimo silnego wzrostu gospodarczego (ok. 5%) poziom stóp procentowych pozostaje niski⁷, ograniczając tym samym możliwości ekspansji najważniejszej pozycji w dochodach, tzw. wyniku odsetkowego⁸.

W efekcie presji kosztowej i ograniczonej ekspansji dochodów od kilku lat rentowność kapitałów sektora bankowego kształtuje się poniżej rentowności w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych i – co ważniejsze – poniżej kosztów kapitału. Taka sytuacja zniechęca inwestorów do lokowania kapitału w bankach, zapewniają go w takich tylko rozmiarach, by spełnić regulacyjne minima (obecne i przyszłe). Ponadto widoczna jest tendencja do optymalizacji struktury aktywów w reakcji na obowiązujące wymogi kapitałowe; atrakcyjne okazują się dla banków obligacje Skarbu Państwa i kredyty hipoteczne, ale niekoniecznie – kredyty związane z ryzykiem, w tym te związane z działalnością biznesową.

Niska rentowność prowadzi także do konsolidacji sektora bankowego, co może skutkować ograniczeniem konkurencji oraz powstawaniem instytucji „za dużych by upaść”. Właściciele poszczególnych instytucji stoją dziś przed następującym wyborem: albo będą dążyć do uzyskania odpowiednio dużej skali działalności (stając się podmiotem konsolidującym), albo też zrezygnują z prowadzenia działalności bankowej w Polsce, sprzedając aktywa tym, którzy planują tu pozostać. Wraz z wycofywaniem się części inwestorów zagranicznych z naszego rynku wzrósł w ostatnich latach udział aktywów kontrolowanych przez lokalny kapitał. Ponieważ jest to w głównej mierze efekt przejęć dokonanych przez instytucje kontrolowane przez Skarb Państwa, tzw. re-polonizacji towarzyszy rosnące znaczenie państwa w sektorze finansowym. Ten ostatni efekt wzmacnia jeszcze coraz szersze zaangażowanie tzw. instytucji rozwojowych (Banku Gospodarstwa Krajowego i Polskiego Funduszu Rozwoju – PFR), operujących także w sektorze komercyjnym.

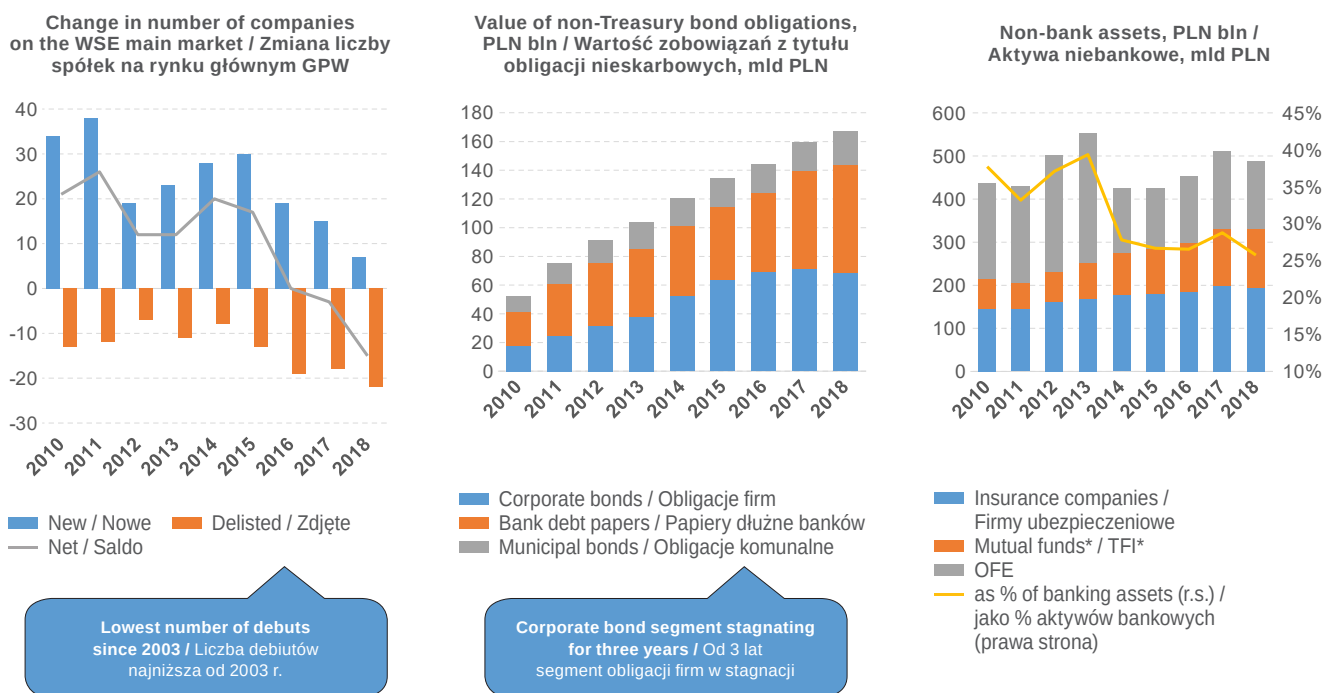
⁷ Od marca 2015 r. stopa referencyjna NBP utrzymywana jest na poziomie 1,5%.

⁸ Wynik odsetkowy to różnica pomiędzy przychodami odsetkowymi (odsetki od udzielonych kredytów), a kosztami odsetkowymi (odsetki płacone od depozytów i dłużnych papierów wartościowych). Wyższe stopy procentowe przekładają się z reguły na wzrost różnicy między średnim oprocentowaniem kredytów a depozytów, co jest sytuacją korzystną dla banków.

The capital market had experienced several years of stagnation, and in some areas even regression. This is confirmed by various statistics (Figure 14). The number of companies listed on the main stock market is falling, and at an accelerating pace. In the case of non-Treasury bonds, the market is growing thanks to banks issuing debt securities helping them to optimize their capital structure and to meet regulatory requirements. But the situation is different in the enterprise sector: while after the global crisis we saw dynamic growth (companies were looking for opportunities to diversify sources of financing), in recent years volumes have stabilized. This is an effect of limited demand, whose weakness is related to losses incurred by investors as a result of a mismanagement in one of the companies, which was present on the bond market.⁹

Jeśli chodzi o rynek kapitałowy, to od kilku lat widoczny jest na nim marazm, a w niektórych obszarach nawet regres. Obrazują to różnego rodzaju statystyki (Wykres 14). Spada – i to w coraz szybszym tempie – liczba spółek notowanych na głównym rynku giełdowym. W przypadku obligacji nieskarbowych wzrost rynku ma miejsce dzięki bankom emitującym papiery dłużne w warunkach wspomnianej już wcześniej optymalizacji struktury kapitałów i wymogów regulacyjnych. Inaczej wygląda jednak sytuacja w segmencie przedsiębiorstw: o ile po kryzysie mieliśmy tam dynamiczny wzrost (firmy poszukiwały możliwości dywersyfikacji źródeł finansowania), to w ostatnich latach wolumen ustabilizował się. To efekt ograniczonego popytu, którego słabość jest związana ze stratami poniesionymi przez inwestorów w związku z aferą na rynku obligacji⁹, która miała miejsce w ubiegłym roku.

Figure 14: Selected data on the Polish capital market
Wykres 14. Wybrane dane na temat rynku kapitałowego w Polsce



* retail assets / aktywa detaliczne

Source / Źródła: Author's analysis based on Eurostat, WSE and Fitch data / analiza własna na bazie danych Eurostatu, GPW i Fitch Polska

The capital market is also weighed down by other factors. One of them is uncertainty about the future of funds amassed in the OFE pensions system; this is more than PLN 160 billion (as of April 2019), and about 80%

Na sytuacji na rynku kapitałowym ciąży także inne czynniki. Jednym z nich jest niepewność związana z przyszłością środków zgromadzonych w OFE; to ponad 160 mld zł (stan na kwiecień 2019 r. – przyp. red.), ok. 80% tej kwoty przy-

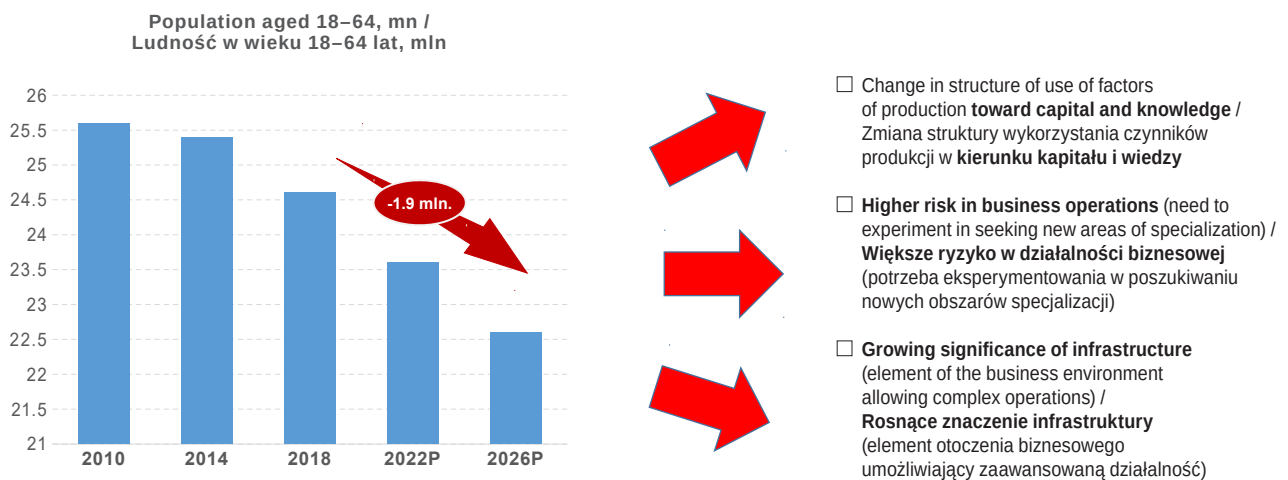
⁹ Losses on GetBack's corporate bonds.

⁹ Chodzi o straty na obligacjach firmy Getback.

of that amount is in listed shares. Another factor is the weakness of demand resulting from the non-bank financial institution segment being relatively small, which is largely an effect of the negative experiences of households with entrusting their savings to various kinds of funds. They include the 2014 takeover by the State Treasury of some of the funds amassed in the OFEs and the huge losses of mutual funds during the financial crisis. Although the regulatory asymmetry visible after the crisis¹⁰ should lead to a crowding out of financial intermediation in favor of the capital market and an expansion of the non-bank sector, in the case of Poland this is not happening. Non-bank institutions' assets remain relatively small, and their share in total assets is not growing.

pada na akcje notowane na giełdzie. Innym czynnikiem jest słabość popytu wynikająca z tego, że segment niebankowych instytucji finansowych jest stosunkowo mały, co jest w głównej mierze pochodną negatywnych doświadczeń gospodarstw domowych z powierzaniem środków różnego rodzaju funduszom. Te negatywne doświadczenia obejmują m.in. przejście w 2014 r. przez Skarb Państwa części środków zgromadzonych w OFE oraz olbrzymie straty TFI w czasie kryzysu finansowego. Choć widoczna po kryzysie asymetria regulacyjna¹⁰ powinna prowadzić do „wypychania” pośrednictwa finansowego w kierunku rynku kapitałowego i ekspansji sektora niebankowego, to w przypadku Polski tak się nie dzieje. Aktywa instytucji niebankowych pozostają stosunkowo małe, a ich udział w całości aktywów nie rośnie.

Figure 15: Change in the economic model resulting from the demographic situation
Wykres 15. Zmiana modelu gospodarczego w związku z sytuacją demograficzną



Source / Źródła: Eurostat, author's analysis / dane Eurostatu, analiza własna

Because we look at the banking sector from the point of view of its influence on the real economy, it is also worth raising a key challenge facing that sector due to demographic trends (Figure 15). For the last several years we have been experiencing a decline in the working age population. Thus far it has not been felt so strongly in the economy due to absorption of the unemployed people as well as inflow of employees from other countries (primarily

Ponieważ sektor finansowy interesuje nas w kontekście jego oddziaływania na sferę realną, warto także odnieść się do kluczowego – w mojej ocenie – wyzwania, jakie stoi przed sektorem wytwórczym. Jest ono związane z trendami demograficznymi (Wykres 15). Już od kilku lat doświadczamy spadku liczby osób w wieku produkcyjnym. Do tej pory nie było to jeszcze tak silnie odczuwalne w gospodarce ze względu na wchłanianie przez rynek pracy osób

¹⁰ Increasing numbers of restrictions on bank operations, alongside a relatively liberal approach to non-bank institutions.

¹⁰ Coraz liczniejsze obostrzenia działalności banków przy względnie liberalnym podejściu do instytucji niebankowych.

Ukraine). But the labor supply will continue to shrink, and there are hardly any spare resources available in our economy (the unemployment rate is one of the lowest in the EU). For various reasons, including the opening of the German market, further significant inflows of workers from the east are also seriously called into question.

Permanent imbalance on the labor market will have far-reaching consequences for the entire economy. The first is related to the fact that maintaining a fast pace of economic growth (an annual average over 3%) will require relatively fast changes in the structure of use of the factors of production, a shift towards capital and broadly defined knowledge. The second significant change is higher risk associated with the business activity, both because of the need to re-define business models (which is always connected with risk) and because of the nature of these new models: to a greater degree they will need to be based on innovation, which itself is related to risk.

Thirdly, in the economy gradually shifting away from competition based on low costs to innovation reduction of transaction costs thanks to reliable infrastructure becomes an important element of the business environment. In the case of the Polish economy, particular attention must be paid to the infrastructure needed for the development of Industry 4.0. If we don't want to lose our current, strong position on the European manufacturing map, we need to join the Fourth Industrial Revolution, and this won't be possible without advanced infrastructure, whose creation has to be financed somehow.

To sum up, if we want to ensure the economic convergence process continues, the role of capital in the Polish economy should grow. This must be capital ready to take on increased risk, related to ensuring not only traditional infrastructure (Poland's road network is still far from completed), but also 21st-century infrastructure.

bezrobotnych oraz napływ pracowników z wschodniej granicy. Proces zmniejszania się podaży pracy będzie trwał, a wolnych zasobów w naszej gospodarce już w zasadzie nie ma (stopa bezrobocia jest jedną z najniższych w UE). Dalszy znaczący napływ pracowników ze wschodu z różnych względów (m.in. otwierania się rynku niemieckiego) także stoi pod dużym znakiem zapytania.

Sytuacja długookresowego braku równowagi na rynku pracy będzie mieć daleko idące implikacje dla całej gospodarki. Pierwsza z nich związana jest z faktem, że utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego (na poziomie powyżej 3% średniorocznie) wymagać będzie stosunkowo szybkich zmian w strukturze wykorzystania czynników produkcji – wzrostu znaczenia kapitału i szeroko rozumianej wiedzy. Druga istotna zmiana to wzrost ryzyka podejmowanych działań gospodarczych, z jednej strony ze względu na samą konieczność przebudowy modeli biznesowych (a z tym zawsze wiąże się ryzyko), z drugiej – ze względu na charakter tych nowych modeli: w znacznie większym stopniu niż dziś będą one musiały być oparte na innowacyjności, która sama z siebie jest związana z ryzykiem.

W sytuacji, kiedy gospodarka stopniowo odchodzi od konkurencji opartej na niskich kosztach, rośnie znaczenie infrastruktury, jako ważnego elementu otoczenia biznesowego i w kontekście ograniczania tzw. kosztów transakcyjnych. W przypadku polskiej gospodarki szczególnej uwagi wymaga infrastruktura niezbędna dla rozwoju tzw. Przemysłu 4.0. Jeśli nie chcemy utracić obecnego, znaczącego miejsca na europejskiej mapie produkcji różnorodnych dóbr musimy dołączyć do 4. rewolucji przemysłowej, a nie będzie to możliwe bez zaawansowanej infrastruktury, której powstanie trzeba w jakiś sposób sfinansować.

Reasumując, jeśli chcemy zapewnić dalszy proces konwergencji gospodarki, to rola kapitału w polskiej gospodarce powinna rosnąć. Musi to być kapitał gotowy ponieść podwyższone ryzyko oraz ten związany z zapewnieniem nie tylko tradycyjnej (sieci dróg ekspresowych w Polsce wciąż daleko do stanu docelowego), ale także nowoczesnej infrastruktury.

4. Base scenario for financing of the economy through 2025

In the coming years, on the demand side we can expect that:

- the greatest financing need will appear in the household sector – a permanent change on the labor market in favor of employees will translate into a gradual broadening of the circle of creditworthy households. Simultaneously, growth in incomes will lead to growth in the eligible loan amounts. This latter effect could be limited by increases in interest rates, but with the current composition of the Monetary Policy Council they seem unlikely¹¹;
- in the enterprise sector, the situation will be more complex – on one hand the demand should grow in order to finance structural transformations, but on the other hand there is a risk that some companies won't undertake this effort; how many will depend on numerous conditions, including the tax and regulatory environment, succession processes in companies and propensity to relocate production to other countries;
- in the public sector, as long as the business cycle remains supportive, needs (net of refinancing) will remain moderate. Simultaneously, we must assume that any more significant slowdown of economic growth will result in sharp increase in the need for financing.

On the financing supply side, we must count on a moderate and cautious (risk averse) expansion of bank assets. In this situation financing of companies will gradually shift towards the capital market. In the case of largest enterprises this will most likely be the European market, while for smaller ones, the domestic one.

¹¹ If they happen at all in the next few years, it will be on a small scale.

4. Scenariusz bazowy dla finansowania gospodarki do 2025

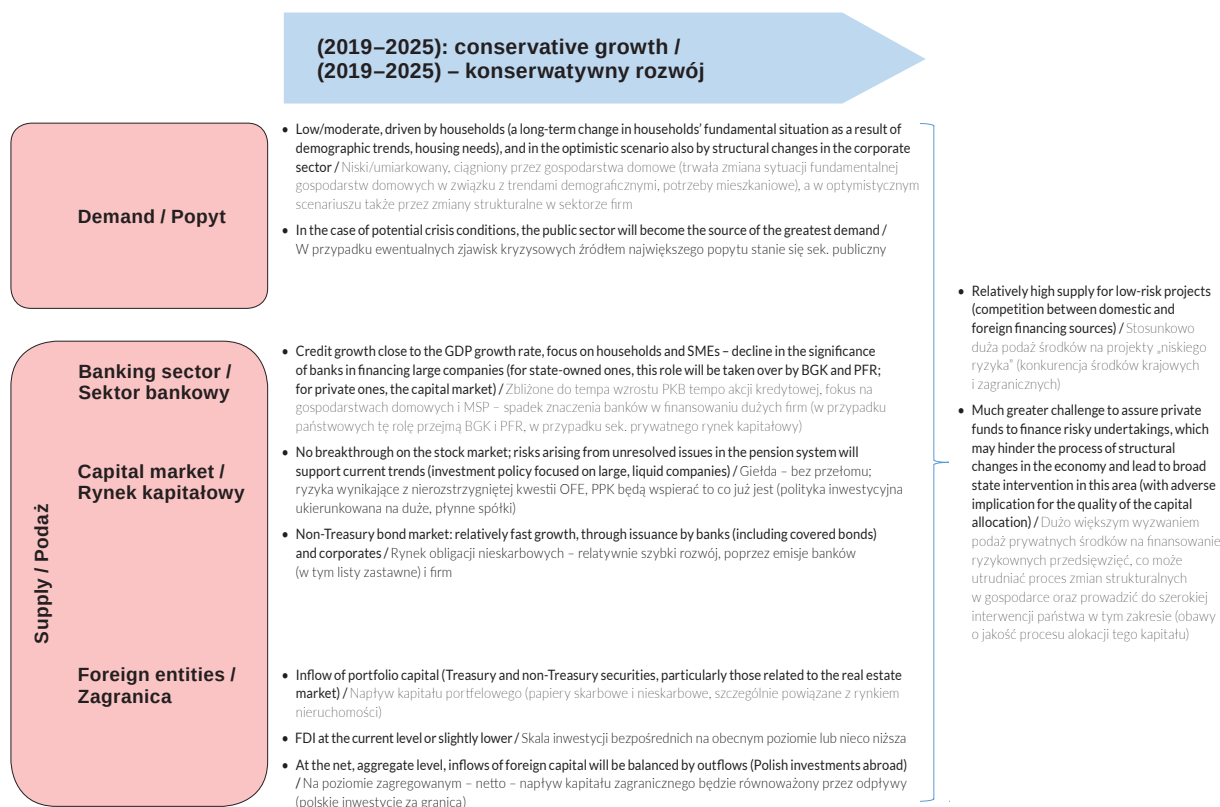
W nadchodzących latach po stronie popytu, w moim przekonaniu, można oczekiwać tego, że:

- największe zapotrzebowanie na finansowanie będzie występować w sektorze gospodarstw domowych; trwała zmiana sytuacji na rynku pracy na korzyść zatrudnionych będzie przekładać się na stopniowe poszarżanie kręgu gospodarstw, które będą wystarczająco wiarygodne by otrzymać kredyt. Równocześnie wzrost dochodów prowadził będzie do wzrostu dostępnych kwot kredytu. Ten ostatni efekt mógłby zostać ograniczony przez podwyżki stóp procentowych, ale przy obecnej konfiguracji Rady Polityki Pieniężnej wydają się one mało prawdopodobne¹¹;
- w sektorze przedsiębiorstw sytuacja będzie bardziej złożona, choć i tu popyt powinien rosnać, by finansować przekształcenia strukturalne. Istnieje jednak ryzyko, że część firm tego wysiłku nie podejmie; to, jak wiele – zależy będzie od licznych uwarunkowań: otoczenia regulacyjno-podatkowego, procesów sukcesji firm, skłonności do relokacji produkcji do innych krajów itd.;
- w sektorze publicznym, tak długo jak koniunktura będzie korzystna, potrzeby netto (po odjęciu refinansowania) pozostaną umiarkowane. Równocześnie należy liczyć się z tym, że każde silniejsze spowolnienie koniunktury skutkować będzie gwałtownym wzrostem zapotrzebowania na finansowanie.

Po stronie podaży finansowania należy liczyć się z umiarkowaną i ostrożną (unikanie ryzyka) ekspansją aktywów bankowych. W tej sytuacji ciężar finansowania firm przesuwając się powinien w kierunku rynku kapitałowego. W przypadku dużych koncernów będzie to prawdopodobnie rynek europejski, w przypadku mniejszych – rynek krajowy.

¹¹ Jeśli nawet w najbliższych latach będą one miały miejsce, to w niewielkiej skali.

Figure 16: Selected data on the Polish capital market
Wykres 16. Wybrane dane na temat rynku kapitałowego w Polsce



Source / Źródło: Author's analysis / analiza własna

Generally speaking we can expect relatively high availability of private institutions' funds for projects with low perceived risk (loans for households, financing of the State Treasury) and limited supply of "high risk" funds (including for business operations, particularly innovation). In this situation, in the latter sector we can expect that:

- innovative projects will have to be financed to a significant degree from companies' own funds. In the case of existing companies with well-established credit histories, we can imagine a situation in which external financing will be used for current operations, and innovative operations will be financed from companies' own funds;

Patrząc całościowo można oczekiwać stosunkowo dużej dostępności środków prywatnych instytucji na projekty o niskim postrzeganym ryzyku (kredyty dla gospodarstw domowych, finansowanie Skarbu Państwa) oraz ograniczonej podaży środków „wysokiego ryzyka” (w tym na działalność biznesową, zwłaszcza innowacyjną). W tej sytuacji, w tym ostatnim segmencie można oczekiwać, że:

- projekty o charakterze innowacyjnym będą musiały być w znaczącej skali finansowane ze środków własnych firm. W przypadku istniejących już spółek, o ugruntowanej historii kredytowej, można sobie wyobrazić sytuację, w które finansowanie zewnętrzne wykorzystywane będzie dla finansowania bieżącej działalności, a działania innowacyjne ukierunkowane na przyszłość finansowane będą właśnie ze własnych środków;

- there will be a broad intervention in the financing segment by state institutions,¹² which in turn places a question mark over the effectiveness of capital allocation processes.
- dochodzić będzie do szerokiej interwencji w tym segmencie finansowania ze strony instytucji państwowych¹², co z kolei stawia pod znakiem zapytania efektywność procesów alokacji kapitału.

For the financial sector to be able to support the real sector on a greater scale than sketched out in the baseline scenario, several elements seem to be essential:

Aby sfera finansów mogła wspierać sferę realną w większej skali niż zarysowane to zostało w scenariuszu bazowym, niezbędne wydają się:

- an increase in the banking sector's ability to finance enterprises by exempting lending to companies from the banking tax and creating space for greater risk appetite¹³;
- zwiększenie zdolności sektora bankowego do finansowania przedsiębiorstw poprzez zwolnienie portfela kredytów dla firm z podatku bankowego oraz stworzenie przestrzeni dla większego „apetytu na ryzyko”¹³;
- reinvigorating of the capital market by eliminating uncertainty factors;
- odblokowanie rynku kapitałowego poprzez eliminację czynników niepewności;
- concentrating the operations of public institutions (BGK and PFR) on supporting the process of structural changes, including through:
 - co-financing of pioneering projects with high positive externalities for the economy,
 - ensuring sources of financing for the consolidation process,
 - ensuring financing for advanced infrastructure (e.g. related to the development of Industry 4.0);
- skoncentrowanie działalności instytucji publicznych (BGK i PFR) na wspieraniu procesu przekształceń strukturalnych, w tym m.in. poprzez:
 - współfinansowanie pionierskich przedsięwzięć o dużych pozytywnych efektach zewnętrznych dla gospodarki,
 - zapewnienie źródeł finansowania dla procesu konsolidacji firm,
 - zapewnienie finansowania zaawansowanej infrastruktury (np. związanej z rozwojem Przemysłu 4.0);
- A system of incentives for foreign direct investors that will steer their operations in Poland to new, capital- and knowledge-intensive fields.
- takie kształtowanie systemu zachęt dla zagranicznych inwestorów bezpośrednich, by ukierunkować ich obecność w Polsce na nowe, kapitało- i wiedzo-intensywne aktywności.

¹² Not only institutions from the BGK/PFR group, but also venture capital funds created by various state-owned companies.

¹² Nie tylko instytucji z Grupy BGK/PFR, ale także funduszy *venture capital* tworzonych przez różne państwowe firmy.

¹³ This can be done at the level of capital requirements (exemptions) and/or instruments limiting banks' exposure to corporate risk.

¹³ Może to być dokonane na poziomie wymogów kapitałowych (ulg) i/lub instrumentów ograniczających ekspozycję banków na ryzyko korporacyjne.

Do we have a problem with companies' investments and with financing them?

Czy mamy problem z inwestycjami przedsiębiorstw i ich finansowaniem?

First of all, we need to ask what exactly is the problem with companies' investments. Sometimes people look too hard for this problem. When we present mBank's earnings, investors ask: "And when will you finally start lending money?" My response¹ is "But we are lending money: We have 16% growth in lending to companies." After this answer, it's hard for the other side to extricate themselves. And the question arose because at the moment it's somehow trendy, fashionable to look for a problem in credit supply. So my commentary will remain in this convention of disagreeing with the observations presented by Andrzej Halesiak.

I'll start from the idea that first of all, we're not seeing typical signs of underinvestment in the economy. We have high productivity growth, moderate real wage growth and low inflation. If we had an underinvested economy, tensions would have to appear somewhere. But the behavior of exports suggests that the economy's competitiveness isn't a problem. The first quarter of 2019, contrary to expectations that it would be a lot weaker because of the weakening of the German economy, has turned out to be very good for Poland. Polish exporters are finding new sources of demand for their products. I believe a problem would be a greater burden of credit in the economy. With these assessments that the banks aren't lending enough, it's as if we were measuring today's economy with a yardstick from 2009. And we're not competing to increase the share of credit in the economy, as we once were. The indicator of credit to GDP isn't a good measurement of economic development.

In turn, greater dependence on foreign financing would be a problem in conditions of, for example, a change of the global monetary regime, tightening by the Fed. These are typical boom-bust cycles which we have in emerging

Po pierwsze, należałoby zadać pytanie, gdzie jest właściwie problem z inwestycjami przedsiębiorstw. Czasami tego problemu szuka się na siłę. Gdy mamy prezentację wyników mBanku, inwestorzy pytają: „A kiedy zaczniecie wreszcie pożyczać pieniądze?”. Moja odpowiedź¹ brzmi wówczas „Ale przecież my pożyczamy, mamy 16% wzrost kredytu dla przedsiębiorstw”. Po takiej mojej kontestacji ciężko jest drugiej stronie wybrnąć z tego pytania. A pytanie pojawiło się, bo mamy teraz taki nurt czy modę, by szukać problemu w podaży kredytów. Niech więc mój komentarz będzie utrzymany właśnie w takiej konwencji niezgadzania się z obserwacjami, które przedstawił Andrzej Halesiak.

Zacznę od tego, że – przede wszystkim – nie widzimy w gospodarce typowych oznak niedoinwestowania. Mamy wysoki wzrost produktywności, umiarkowany wzrost płac realnych i niską inflację. Gdybyśmy mieli niedoinwestowaną gospodarkę, napięcia gdzieś musiałyby się pojawić. Zachowanie eksportu sugeruje, że konkurencyjność gospodarki nie jest problemem. Pierwszy kwartał 2019 r., wbrew oczekiwaniom, że będzie dużo słabszy ze względu na osłabienie gospodarcze w Niemczech, dla Polski okazuje się być bardzo dobry. Polscy eksporterzy znajdują nowe źródła zbytu na swoje wyroby. Moim zdaniem problemem byłoby większe obciążenie gospodarki kredytem. Z ocenami, że banki udzielają za mało kredytu jest tak, jakbyśmy do dzisiejszej gospodarki przyłożyli miarę sprzed 2009 roku. A my nie ścigamy się na większy udział kredytu w gospodarce, tak jak to było kiedyś. Wskaźnik relacji kredytu do PKB nie jest dobrą miarą rozwoju gospodarki.

Z kolei większe uzależnienie od finansowania zagranicznego byłoby problemem w warunkach np. zmiany reżimu monetarnego na świecie, zacieśnienia dokonanego przecież przez amerykański System Rezerwy Federalnej (FED – Federal

¹ The author of the commentary is the chief economist of mBank -ed.

¹ Autor komentarza jest głównym ekonomistą mBanku (przyp. red.).

markets. In such economies, the well-being of society is entirely dependent on what's happening in the U.S. Turkey is a good example. These aren't the right models.

After all, Andrzej Halesiak skipped over the question of how our debt is financed, and said the share of foreign borrowing is high. First of all, this share is declining. Secondly, financing is taking place at historically low interest rates. There's also a significant percentage of foreign investors in German bonds, but that's for completely different reasons. Investors are more seeking diversification than engaging in typical yield hunting.

After all, greater stability is an end in itself; lower volatility in per capita income most likely means greater well-being and a better-functioning democracy.

Now I'd like to say a few words about who's investing in the Polish economy. Yes, it's true that non-financial companies are the main suppliers of savings. Here not much has changed, though recently we've been observing that this trend is starting to change. Is that good or bad? Since companies still have a huge financial cushion, this is absolutely a good indicator of preparedness for a crisis. If there's a financial cushion, it's hard to expect companies to borrow heavily from banks. After all, we know all of the cases from the German mid-sized company sector (the *Mittelstand*), where borrowing is often unheard of. These are non-public companies, and they boast of developing without loans. Finally, because of this they're not as dependent on the business cycle or market conditions. In the very fact of Polish companies having large funding resources of their own, I don't see any big problem. This is a factor that should rather be viewed in terms of financial security.

It's also significant that in Poland we're facing more a situation of exporting of savings than importing them, which for a developing country is not a bad scenario.

Finally, is the investment rate the right measure of the level of development? For a long time, the Polish economy was developing rapidly with a relatively low rate of investment. The thesis of a close connection between the investment rate and economy growth cannot survive a look at the data (this conclusion arises from an analysis of the data for 10-year periods for European countries). After all, in his presentation Andrzej Halesiak stated that more developed

Reserve System). To są typowe cykle *boom-bust*, które mamy w gospodarkach wschodzących (*emerging markets*). W tych gospodarkach cały dobrobyt społeczeństwa zależy od tego, co się właściwie stanie w Stanach Zjednoczonych. Dobrym przykładem jest tu Turcja. To nie są odpowiedzialne modele.

Zresztą, Andrzej Halesiak prześlizgnął się po zagadnieniu jak finansowany jest nasz dług i mówił, że wysoki jest udział zagranicy. Udział ten, po pierwsze, spada. Po drugie finansowanie odbywa się po najniższych historycznie stopach procentowych. Znaczny udział inwestorów zagranicznych wstępuje również w przypadku niemieckich obligacji, ale jest tak z całkowicie innych powodów. Inwestorzy szukają raczej dywersyfikacji, niż kierują się typową pogonią za wyższym oprocentowaniem (*yield hunting*).

Wreszcie, większa stabilność jest wartością samą w sobie; mniejsza zmienność dochodu na głowę to prawdopodobnie większy dobrobyt i lepiej funkcjonująca demokracja.

Chciałbym teraz powiedzieć parę słów o tym, kto w polskiej gospodarce inwestuje. Rzeczywiście, prawdą jest, że przedsiębiorstwa niefinansowe są głównym dostawcą oszczędności. Tu się niewiele zmieniło, chociaż ostatnio obserwujemy, że trend ten zaczyna się zmieniać. Czy to jest źle, czy dobrze? Skoro przedsiębiorstwa mają ciągle olbrzymią „poduszkę finansową”, to jest to absolutnie dobry prognostyk na czasy potencjalnego kryzysu. Jeżeli poduszka finansowa jest, to trudno oczekiwać, by przedsiębiorstwa musiały się mocno kredytować w bankach. Zresztą znamy wszyscy przypadki z niemieckiego sektora przedsiębiorstw średnich (*Mittelstand*), w którym kredyt jest często produktem nieznanym. To są firmy niepubliczne i one chwalą się tym, że rozwijają się bez kredytów. Zresztą dzięki temu nie są tak zależne od cyklu, czy warunków rynkowych. W samym fakcie występowania w polskich przedsiębiorstwach dużych zasobów środków własnych nie widzę większego problemu. To jest czynnik, który należałoby raczej rozważyć w kategoriach bezpieczeństwa finansowego.

Istotne też jest to, że to mamy w Polsce do czynienia raczej z eksportem oszczędności niż ich importem, co dla kraju rozwijającego się nie jest złym scenariuszem.

Wreszcie, czy stopa inwestycji jest właściwą miarą poziomu rozwoju? Przez długi okres polska gospodarka szybko się rozwijała mając relatywnie niską stopę inwestycji. Teza

countries have low investment rates. Perhaps it is difficult to compare today's Poland with the Poland of 10–20 years ago. Perhaps the investment rate can be lower today, because actually we have made great progress in catching up to the developed countries. And finally, there is also the question of how we measure investment and what significance it has. If we correct the measure of investment taking into account that for years, prices of investment were lower than the GDP deflator, this is in fact a trend which, though many argue that it's declining, is in fact growing.

Now I will move to questions related to financing by the capital market. I think the biggest problem that has affected us over the past year or two is various kinds of scandals on the capital market; they have quite effectively drained funds from this market. The banks have been the beneficiaries of this situation. It turns out that bank deposits are the safest way of preserving one's savings. The effect of the flood of deposits into the banks is that rates on deposits have fallen, which makes it cheaper to finance loans. In Poland, similarly to other European countries, it is precisely the banking channel, not the capital market, that is key to financing the economy and companies.

When it comes to the commercial bond market, recently we actually can speak of low volumes. This is because the worse issuers have been eliminated. And the worse ones are those who don't pay what they owe. Today, after the GetBack scandal, the companies that are somehow problematic are the ones that are doing worse. Solid issuers practically haven't felt any big changes in issuance costs.

Returning to the question of why there is no investment by companies, I believe it's not a problem related to financing; in general there's a lot of capital, and on a global scale there's too much of it, and it's cheap. The most likely reason for companies' low investments is uncertainty. We are undoubtedly facing a changed fiscal regime; we have a different regulatory regime; there's a shortage of workers. We know that a greater capital resource requires a greater labor force, so if we're speaking of a shortage of workers, it will also have an effect on the rate of investment growth. What has changed in recent years, and what can reduce Polish firms' propensity to invest, is their ability to shape prices. One of the elements of globalization is that local players' ability to dictate their own prices is low. That means that the return on investment may turn out to be lower.

o ścisłym związku między stopą inwestycji a wzrostem gospodarczym nie wytrzymała konfrontacji z danymi (taki wniosek wynika z analizy danych dla okresów dziesięcioletnich dla państw europejskich). Zresztą Andrzej Halesiak w swoim wystąpieniu stwierdził, że kraje wyżej rozwinięte miały niższą stopę inwestycji. Być może trudno jest porównywać dzisiejszą Polskę z tą sprzed 10–20 lat. Może stopa inwestycji może być teraz mniejsza, bo jednak zrobiliśmy olbrzymi postęp w doganianiu krajów rozwiniętych. I wreszcie, jest też kwestia, jak się mierzy inwestycje i ona ma znaczenie. Jeżeli skorygujemy pomiar inwestycji uwzględniając, że ceny inwestycji przez lata były niższe niż deflator PKB, to właściwie trend, który, jak – niektórzy dowodzą – jest spadający, w rzeczywistości jest rosnący.

Przejdę teraz do zagadnień związanych z finansowaniem przez rynek kapitałowy. Myślę, że największym problemem, który nas dotknął przez ostatni rok, dwa lata, to są różnego rodzaju afery na rynku kapitałowym; to one dość skutecznie wydrenowały środki z tego rynku. Beneficjentem tej sytuacji stały się banki. Okazało się, że to depozyty bankowe są najbezpieczniejszym sposobem na przechowanie oszczędności. Skutkiem zalania banków depozytami jest to, że oprocentowanie depozytów spadło, co powoduje, że finansowanie kredytów jest tańsze. W Polsce, podobnie, jak w innych europejskich gospodarkach, to właśnie kanał bankowy, a nie rynek kapitałowy, jest kluczowy dla finansowania gospodarki i przedsiębiorstw.

Jeśli chodzi o rynek obligacji komercyjnych, to można rzeczywiście mówić o niższych wolumenach w ostatnim okresie. Biorą się one stąd, że gorsi emitenci zostali z niego wyeliminowani. A gorsi to ci, którzy nie spłacają swoich zobowiązań. Obecnie, po aferze spółki GetBack, najgorzej sobie radzą firmy, które są w jakimś sensie problematyczne. Solidni emitenci praktycznie nie odczuli większej zmiany kosztów emisji.

Wracając do pytania: dlaczego nie ma inwestycji firm? Moim zdaniem to nie jest problem związany z finansowaniem; generalnie kapitału jest dużo, a w skali światowej jest go za dużo i jest tani. Prawdopodobnie przyczyną niskich inwestycji firm jest niepewność. Mamy niewątpliwie do czynienia ze zmienionym reżimem fiskalnym, mamy inny reżim regulacyjny, brak jest pracowników. Wiadomo, że większy zasób kapitału wymaga większej liczby pracujących, więc jeżeli mówimy o braku pracowników, to on też będzie miał wpływ na tempo wzrostu inwestycji. To co zmieniło się

And these are different conditions for Polish companies than what they experienced during the years when they had very high margins, by European standards, which they had during the period of growth – and which with growing volumes of output and trade were growing further. In such conditions it was easier to make decisions to increase output or investment capacity. Now it's a little bit different. It's a question of efficiency. But the trend toward increasing efficiency will also push up investments. In the Czech Republic this is already happening; in Poland the process is delayed. Maybe because of the inflow of immigrants from Ukraine, thanks to whom we have had two or three years of low growth in labor costs. That has allowed Polish companies to carry out expansion without experiencing excessive growth in wage costs.

One factor that may distort our perception of investment in the Polish economy is the inflow to Poland of EU funds. For many years under the previous budget, EU funds were easily available and incorrect allocation in the economy may have happened. Now perhaps we are comparing the conditions set for the new budget, which will target innovation, with those distorted, high levels of investment from the previous EU budget.

And another subject. The fast growth of Polish exports once again seems to be flummoxing the analysts. In a very difficult global environment, is that how exports behave in an economy which is uncompetitive because of a lack of investments? No, it's not. We have high levels of exports, and the most recent data (from the first quarter of 2019) suggest that we're entering markets where we weren't present before. Finally, the structure of the economy is changing in a way that we have a high balance of trade in services. This is an effect of the blossoming of the whole business services sector in Poland, which both offers high wages and shows that we have an advantage in the quality and availability of qualified labor. This type of business requires a different type of investment, different processes. The use of productive capacity and the appearance and expansion of new industries suggest that the Polish economy isn't doing badly, and it certainly remains competitive.

w ostatnich latach i co może zmniejszać skłonność polskich firm do inwestowania, to jest ich zdolność do kształtowania cen. Jednym z elementów globalizacji jest to, że zdolność do narzucania własnych cen po stronie lokalnych graczy jest mała. Oznacza to, że zwrot na inwestycji może okazać się mniejszy. I to są inne warunki dla polskich przedsiębiorców niż te, których doświadczali przez lata, kiedy mieli bardzo wysokie, jak na warunki europejskie, marże, które w okresie koniunktury, a więc przy rosnących wolumenach produkcji i handlu, dodatkowo rosły. W takich warunkach łatwiej było podejmować decyzję o zwiększeniu mocy wytwórczych, czy inwestycjach. Teraz jest trochę inaczej. Jest to kwestia efektywności. Ale trend w stronę zwiększania efektywności będzie wspierał też inwestycje. W Czechach to się już dzieje. W Polsce proces ten jest opóźniony. Być może dzięki napływowi imigrantów z Ukrainy, dzięki którym mieliśmy dwa lub trzy lata niższy wzrost kosztów pracy. Dzięki temu polskie firmy prowadziły ekspansję, nie odczuwając nadmiernego wzrostu kosztów płacowych.

Czynnikiem, który może zaburzać naszą percepcję inwestycji w polskiej gospodarce jest napływ do Polski środków unijnych. Przez wiele lat w poprzedniej perspektywie budżetowej środki unijne były łatwo dostępne i mogło dochodzić do ich nieprawidłowej alokacji w gospodarce. Teraz być może odnosimy warunki ustalone dla nowej perspektywy budżetowej, która nakierowana będzie na innowacyjność, właśnie do tych zaburzonych, wysokich poziomów inwestycji z poprzedniego budżetu unijnego.

I kolejny temat. Wysoka dynamika polskiego eksportu po raz kolejny zdaje się zadziwiać analityków. Czy w bardzo trudnym otoczeniu globalnym tak zachowuje się eksport gospodarki, która przez brak inwestycji jest niekonkurencyjna? Otóż nie. Mamy wysokie poziomy eksportu, a ostatnie dane (za 1. kwartał 2019 r.) sugerują, że wchodzimy na rynki, na których wcześniej nie byliśmy. Wreszcie, struktura gospodarki tak się zmienia, że mamy wysokie saldo handlu usługami. To efekt rozkwitu w Polsce całego sektora tzw. centrów usług wspólnych, które z jednej strony oferują wysokie płace, a z drugiej – pokazują, że mamy przewagę w jakości i dostępności wykwalifikowanej siły roboczej. Ten rodzaj działalności gospodarczej wymaga innego rodzaju inwestycji, innych procesów. Wykorzystanie mocy produkcyjnych, czy pojawienie się i ekspansja nowych sektorów sugerują, że z polską gospodarką nie jest źle i na pewno jest ona nadal konkurencyjna.

On the relationship between the size of the financial sector and economic growth, and on whether Polish banks should be returned to local ownership

O zależności między rozmiarem sektora finansowego a wzrostem gospodarczym i o tym, czym nie powinno być „udomawianie” banków w Polsce

We can describe the situation of the financial sector almost entirely by using financial data. And because these data are widely available, we can present many juxtapositions and analyses, as Andrzej Halesiak has done. The problem is that we don't really know what these analyses mean for the assessment of the financial sector's influence on the development of the real economy in Poland, because there are no sufficiently mature theories linking the development of the financial sector to that of the real economy.

In traditional macroeconomic models, the financial sector was completely ignored. It was believed that decisions on consumption, investment and savings are key. Money was treated as a factor that automatically adjusts to the decisions of economic actors.

On the other hand, we had the dramatic experience of the Great Depression of the 1930s. In their 1963 *Monetary History of the United States*, Milton Friedman and Anna Schwartz showed that successive waves of bank collapses during the Great Depression caused dramatic restrictions of the money supply, which led to a collapse in economic activity. Friedman and Schwartz's theses were developed 20 years later in an article by Ben Bernanke, who would later become chairman of the Federal Reserve. Bernanke stresses that the collapse of the banking system was the reason why the stock market crash in 1929 grew into a deep, long-term recession. It was only a government program of capital support for banks in 1933–35 that made it possible to end the recession. Bernanke believes the federal financial rehabilitation program, which took decisive action on the problems of lenders and borrowers, was the only one of the great programs of the New Deal, which in fact contributed to the economic recovery.

Sytuację sektora finansowego możemy niemal w całości opisywać za pomocą danych finansowych. Ponieważ dane te są szeroko dostępne, można przedstawiać wiele zestawień i analiz, tak jak uczynił to Andrzej Halesiak. Problem w tym, że nie bardzo wiemy, jakie z tych zestawień wynikają wnioski dla oceny wpływu sektora finansowego na rozwój gospodarki realnej w Polsce. Nie ma bowiem odpowiednio dojrzałych teorii wiążących rozwój sektora finansowego z rozwojem gospodarki realnej.

W tradycyjnych modelach makroekonomicznych sektor finansowy był całkowicie pomijany. Uważano, że kluczowe są decyzje dotyczące konsumpcji, inwestycji i oszczędności. Pieniądz traktowano jako czynnik, który automatycznie dostosowuje się do decyzji aktorów ekonomicznych.

Z drugiej strony, mieliśmy dramatyczne doświadczenie Wielkiego Kryzysu lat 30. XX wieku. W opublikowanej w 1963 roku „Monetarnej historii Stanów Zjednoczonych” Milton Friedman i Anna Schwartz (Friedman i Schwartz, 1963) pokazali, że kolejne fale bankructw banków w czasie Wielkiego Kryzysu powodowały drastyczne ograniczenie podaży pieniądza, co prowadziło do załamania aktywności gospodarczej. Tezy Friedmana i Schwartz zostały rozwinięte 20 lat później w artykule późniejszego szefa Banku Rezerwy Federalnej Bena Bernanke (Bernanke, 1983). Bernanke podkreśla, że załamanie systemu bankowego było przyczyną, dla której tąpnięcie giełdy w roku 1929 przerodziło się w długotrwałą i głęboką recesję. Dopiero rządowy program wsparcia kapitałowego dla banków w latach 1933–1935 umożliwił przełamanie recesji. Bernanke uważa, że federalny program rehabilitacji finansowej, który podejmował zdecydowane działania wobec problemów kredytodawców i dłużników to jedyny z wielkich programów Nowego Ładu

In the 1990s and the first years of the 21st century, thanks to the work of King and Levine (1993), great attention was paid to the existence of a strong correlation between the level of particular countries' economic development and the size of their financial sectors (relative to GDP). But it's worth bearing in mind that correlation does not imply causation. Confirming a correlation is relatively easy, but confirming or ruling out causation is an incomparably more difficult task, sometimes an impossible one.

We can presume that in the 19th century, when there were very many undernourished people in the world, statistical research in many societies would have shown a strong positive correlation between body weight and wealth. We also know that from this correlation we cannot conclude that people wishing to improve their material situation should try to gain weight.

Meanwhile, before the 2008 outbreak of the global financial crisis, it was quite widely believed that the larger the financial sector in relation to GDP, the better for economic development. Certain countries, including Iceland and Ireland, had banking sectors with assets many times the value of GDP, and saw this as a reason to be pleased. In 2008 many countries, and in particular Iceland and Ireland, learned in an extremely painful way that a bloated financial sector is a serious threat to the economy.

After 2008, meaningful analyses appeared indicating that an overgrown financial sector is harmful for the economy, and that in particular in Western Europe the banking sector is too large, which has negative consequences:

The analysis "Too Much Finance?" (Berkes, Panizza and Arcand, 2012) states that the effect of the size of the financial sector on economic growth changes in line with the change in its relative size. When the relation of private-sector borrowing to GDP is very low, its size doesn't have a statistically significant effect on economic growth, while when the relation is in the range of 30–70%, its size has a clear positive effect on growth. When it reaches 70%, further increases no longer bring benefits, and after exceeding 100% it has a clear negative effect on economic growth.

(New Deal), który faktycznie przyczynił się do ożywienia gospodarki.

W latach 90. XX wieku i w pierwszych latach XXI wieku za sprawą pracy Kinga i Levine'a (1993) przywiązywano dużą wagę do faktu występowania silnej korelacji między poziomem rozwoju gospodarczego poszczególnych krajów, a rozmiarami sektora finansowego (względny, odnoszony do PKB). Warto jednak pamiętać, że korelacja nie oznacza związku przyczynowego. Stwierdzenie korelacji jest stosunkowo proste, natomiast stwierdzenie lub wykluczenie związku przyczynowego jest zadaniem bez porównania trudniejszym i nie zawsze możliwym do wykonania.

Można przypuszczać, że w XIX wieku, gdy na świecie było bardzo wielu ludzi niedożywionych, badania statystyczne w wielu społecznościach wykazałyby silną pozytywną korelację między wagą ciała a poziomem zamożności. Wiemy jednocześnie, że z korelacji takiej nie należałoby wyciągać wniosku, że osoby chcące poprawić swoją sytuację materialną powinny starać się przybrać na wadze.

Tymczasem przed wybuchem w 2008 roku światowego kryzysu finansowego sądzono dość powszechnie, że im większy sektor finansowy w relacji do PKB, tym lepiej dla rozwoju gospodarczego. Niektóre kraje, m. in. Islandia i Irlandia, miały sektory bankowe o aktywach wielokrotnie większych niż PKB i było to powodem ich satysfakcji. W roku 2008 wiele krajów, a w szczególności właśnie Islandia i Irlandia, przekonało się w sposób niezmiernie bolesny, że nadmiernie rozdęty sektor finansowy stanowi poważne zagrożenie dla gospodarki.

Po roku 2008 pojawiły miarodajne analizy wskazujące, że za duży sektor finansowy jest szkodliwy dla gospodarki oraz że w szczególności w Europie Zachodniej sektor bankowy jest zbyt duży, co powoduje negatywne konsekwencje:

W analizie pt. Too Much Finance? (Berkes, Panizza i Arcand, 2012) stwierdzono, że wpływ rozmiarów sektora finansowego na wzrost gospodarczy zmienia się wraz ze zmianą relatywnych rozmiarów tego sektora. Gdy relacja kredytu dla sektora prywatnego do PKB jest bardzo niska, jej wielkość nie ma statystycznie istotnego wpływu na wzrost gospodarczy, natomiast gdy relacja znajduje się w przedziale 30–70%, jej wielkość ma wyraźny pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy. Gdy osiągnie ona 70%, dalszy jej wzrost nie

In a 2014 report titled "Is Europe Overbanked?" the European Systemic Risk Board stated that in Europe the relationship of bank lending to GDP is excessive.¹

An analysis by IMF experts (Sahay et al, 2015) stated, similarly to the aforementioned "Too Much Finance?" that the growth of the financial sector is beneficial for economic growth only up to a certain point, and after exceeding a certain level it begins to have a negative effect. In this analysis, a specially constructed index of financial development was used rather than the indicator of financial-sector borrowing to GDP. It was confirmed that the value of this index for Poland is at the optimum level, which means that any increase would have a negative effect on economic growth, while Ireland, the U.S. and Japan were identified as countries with excessive values for this financial development index (from the point of view of its effect on economic growth). (Ibid., p. 16.)

Because as I said, there are no appropriately grounded theories linking the development of the financial sector with that of the real economy, we must approach opinions on this subject with skepticism; we must assume that views in this area may change in the future. Subject to this reservation, we can say that in Poland today the banking sector has the right size for the needs of the economy. I agree with the assessment of the previous speaker, Ernest Pytlarczyk, that today the question of access to financing from the banking sector is not an obstacle to economic development.

However, it seems that in relation to the economy's needs, the capital market is underdeveloped in Poland. As I understand it, this will be discussed by the next speaker, Mariusz Więckowski.

I agree with Andrzej Halesiak, who pointed to the risk related to the growth of regulatory costs in the banking sector and to the dangers arising from growth in the percentage of the banking sector controlled by the state.

Growth in regulatory costs leads to a drop in banks' profitability. Andrzej Halesiak correctly stated that while

¹ A Polish version of this report was published in 2014 in mBank-CASE Notes No. 132, http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/Zeszyty%20mBank-CASE%20nr%20132_0.pdf

przynosi już korzyści, a po przekroczeniu granicy 100% ma już wyraźnie negatywny wpływ na wzrost gospodarczy.

W raporcie Doradczego Komitetu Naukowego Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego pt. Is Europe Overbanked? (European Systemic Risk Board, 2014) stwierdzono, że w Europie relacja kredytu bankowego do PKB jest nadmierna¹.

W analizie ekspertów MFW (Sahay i inni, 2015) stwierdzono, podobnie jak w cytowanym wyżej opracowaniu „Too Much Finance?“, że rozwój sektora finansowego tylko do pewnego momentu jest korzystny dla wzrostu gospodarczego, a po przekroczeniu określonego punktu zaczyna wywierać negatywny wpływ. W przypadku tej analizy, zamiast wskaźnikiem relacji kredytu dla sektora finansowego do PKB, posłużono się specjalnie skonstruowanym indeksem rozwoju finansowego. Stwierdzono, że wartość tego indeksu dla Polski znajduje się na optymalnym poziomie (co znaczy, że wzrost wartości indeksu miałby negatywny wpływ na wzrost gospodarczy), natomiast jako kraje o zbyt wysokiej (z punktu widzenia wpływu na wzrost gospodarczy) wartości indeksu rozwoju finansowego wymieniono Irlandię, USA i Japonię (tamże, s. 16).

Ponieważ, jak powiedziałem, nie ma odpowiednio ugruntowanych teorii wiążących rozwój sektora finansowego z rozwojem gospodarki realnej, do opinii na ten temat odnosić się należy z dystansem. Liczyć się trzeba, że poglądy w tym obszarze mogą się w przyszłości zmieniać. Z tym zastrzeżeniem, można powiedzieć, że dziś w Polsce sektor bankowy ma właściwe rozmiary w stosunku do potrzeb gospodarki. Zgadzam z oceną mojego przedmówcy, Ernesta Pytlarczyka, że kwestia dostępu do finansowania z sektora bankowego nie stanowi dziś przeszkody dla rozwoju gospodarki.

Wydaje się natomiast, że rynek kapitałowy jest w stosunku do potrzeb gospodarki zbyt słabo rozwinięty. Jak rozumiem będzie o tym mówił następny komentator – Mariusz Więckowski.

Zgadzam się z Andrzejem Halesiakiem, który zwrócił uwagę na ryzyko związane ze wzrostem kosztów regulacyjnych

¹ Wersja polska tego Raportu została opublikowana w 2014 r. w Zeszytach mBank – CASE, nr 132, http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/Zeszyty%20mBank-CASE%20nr%20132_0.pdf

it's unhealthy for the economy to have very high banking sector profitability, the situation we're facing today, in which this profitability is lower than in other sectors and doesn't cover the costs of capital, is also unhealthy. Insufficient profitability in the banking sector may lead to very negative consequences for the economy. The results of pathological situations or imbalances in the financial sector as a rule appear with a certain delay, but they are very painful.

The growing share of state-controlled lenders in the Polish banking sector is disturbing. A few years ago I called for the "domestication" of some of Poland's banks. I proposed taking action so that subsidiaries of foreign banks would become private lenders with their decision-making centers in Poland. I clearly stressed that the banks should remain under the control of private investors, and that it was necessary to avoid a solution involving the state taking control over the banks. Unfortunately, in the case of Alior SA and later Bank Pekao SA, at the moment when the strategic investor decided to leave Poland, control over these banks went directly or indirectly to the state. So we may face further decisions by foreign strategic investors to withdraw from the Polish banking sector, which may also be caused by the policy of increasing fiscal and para-fiscal burdens on banks and the sector's declining profitability. If the government continues its current strategy for ownership changes in the sector, we are threatened by growth in the share of state-controlled banks. The experience of many countries shows that in the longer term, this is a very dangerous road.

We can recall the experiences of *Crédit Lyonnais*. At the beginning of the 1990s this state-owned bank grew very fast, achieving the ambitions of the French ruling elite to create a national champion – a competitor for Germany's *Deutsche Bank*. It ended up with huge losses and the need for financial assistance from the government to the tune of \$20 billion, which *The Economist* described in 1997 – many years before the outbreak of the global financial crisis – as "the biggest single financial disaster ever seen in the western world."

Another example is the Czech Republic. There, similarly to Poland, at the beginning of the transformation the banking sector went through a crisis. The banks were recapitalized and partly privatized, in such a way that the state retained

w sektorze bankowym oraz na niebezpieczeństwa wynikające ze wzrostu udziału w sektorze banków kontrolowanych przez skarż państwa.

Wzrost kosztów regulacyjnych przyczynia się do spadku rentowności banków. Andrzej Halesiak słusznie stwierdził, że dla gospodarki niezdrowa jest zarówno sytuacja bardzo wysokiej rentowności sektora bankowego, jak i sytuacja – z którą mamy obecnie do czynienia – gdy rentowność ta staje się niższa niż w innych branżach i nie pokrywa kosztów kapitału. Zbyt niska rentowność sektora bankowego może doprowadzić do bardzo negatywnych konsekwencji dla gospodarki. Skutki patologii czy nierównowag w sektorze finansowym z reguły objawiają się z pewnym opóźnieniem, ale bywają bardzo bolesne.

Niepokojący jest rosnący udział banków kontrolowanych przez państwo w polskim sektorze bankowym. Ja kilka lat temu postulowałem „udomowienie” części banków w Polsce. Proponowałem, by spowodować, by banki, które są afiliacjami banków zagranicznych, stały się bankami prywatnymi, które mają swoje centra decyzyjne w Polsce. Wyraźnie podkreślałem, że banki powinny pozostać pod kontrolą inwestorów prywatnych i że należy unikać rozwiązania w postaci przejścia kontroli nad bankami przez skarż państwa. Niestety w przypadku banku Alior SA, a potem Banku Pekao SA, w momencie, gdy inwestor strategiczny zdecydował się wyjść z Polski, kontrola na tych bankami bezpośrednio lub pośrednio przeszła w ręce skarbu państwa. Możemy mieć do czynienia z kolejnymi decyzjami zagranicznych inwestorów strategicznych o wycofaniu się z polskiego sektora bankowego, do czego przyczynić się może również polityka zwiększania obciążeń fiskalnych i parafiskalnych nakładanych na banki i spadająca rentowność sektora. Jeżeli będzie kontynuowana dotychczasowa strategia rządu dotycząca zmian własnościowych w sektorze, to grozi nam dalszy wzrost udziału banków kontrolowanych przez skarż państwa. Doświadczenia wielu krajów pokazują, że w dłuższej perspektywie jest to droga bardzo niebezpieczna.

Można przypomnieć doświadczeniach banku *Crédit Lyonnais*. Na początku lat 90. XX wieku ten państwowy bank rozwijał się bardzo szybko, realizując ambicje francuskich elit rządowych, by stworzyć narodowego championa – konkurenta dla niemieckiego *Deutsche Banku*. Skończyło się wielkimi stratami i koniecznością finansowej pomocy ze strony rządu wysokości 20 miliardów USD, co tygodnik

control over them. Bad loans soon reappeared, and the banks once again had to be recapitalized from the budget. Then it was decided that privatization had to be completed, and control of the banks was handed over to foreign investors. In 2015, during the Economic Forum in Krynica, a representative of the Czech central bank said that after those experiences, nobody in the Czech Republic is thinking about “domestication” or renationalization of the banks.

My thesis is that if in 10 years we want everybody to believe that Polish banks should be controlled and supervised from abroad, we should continue down the path of increasing the share of state-controlled banks. But I would caution against this.

The Economist w 1997r – na wiele lat przed wybuchem światowego kryzysu finansowego – określił jako „największą pojedynczą katastrofę finansową, jaka zdarzyła się kiedykolwiek w świecie zachodnim” (*The Economist*, 1997).

Inny przykład to Czechy. Tam, podobnie jak w Polsce, na początku transformacji sektor bankowy przeżywał kryzys. Banki zostały dokapitalizowane i częściowo sprywatyzowane, w taki sposób, że państwo zachowało nad nimi kontrolę. Wkrótce złe kredyty pojawiły się ponownie i banki znów trzeba było dokapitalizować ze środków budżetowych. Wówczas zdecydowano, że trzeba dokończyć prywatyzację i przekazano kontrolę nad bankami inwestorom zagranicznym. W 2015 r. podczas Forum Ekonomicznego w Krynicy, przedstawiciel czeskiego banku centralnego mówił, że po tych doświadczeniach w Czechach nikt nie myśli o udomowieniu lub renacjonalizacji banków.

Moja teza jest taka, że jeżeli chcemy, żeby za 10 lat wszyscy uważali, że banki w Polsce powinny być kontrolowane i nadzorowane z zagranicy, to powinniśmy kontynuować tę drogę zwiększania udziału banków kontrolowanych przez skarb państwa. Ale ja przed tym przestrzegam.

References / Bibliografia

Berkes E.G., Panizza U., Arcand J-L. (2012), “Too Much Finance?”, *IMF Working Papers*, No. 12/161.

Bernanke B. S. (1983), “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression,” *American Economic Review*, vol. 73 (3), pp. 257–276, June.

The Economist (1997), “The lesson of Credit Lyonnais” and “The other scandal of Credit Lyonnais,” July 5.

European Systemic Risk Board (2014), “Is Europe Overbanked?” (ed. Marco Pagano), *Reports of the Advisory Scientific Committee*, No. 4/June (Polish version *Zeszyty mBank – CASE nr 132/2014*).

Friedman M., Schwartz A.J. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press.

King R.G, Levine R. (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right,” *The Quarterly Journal of Economics*, vol 108 (3), pp. 717–737.

Sahay R. et al (2015), “Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets,” *Staff Discussion Notes*, No. 15/08, International Monetary Fund.

On the need for changes to the capital market O koniecznych zmianach na rynku kapitałowym

I'll take the liberty of not disputing anything with the earlier speakers, as I'm the only one in this group who's not an economist. But I am pleased that in general there is agreement that Poland's capital market could be stronger; that there is space for the capital market to play a greater role in financing Polish businesses' investments. To what the previous speakers have said I would only add two things.

First, the capital market is important for reasons including its enabling of better, more efficient financing of young entrepreneurs. For example, PKN Orlen, Poland's largest oil company, deals with financing differently from a startup that has a brilliant idea to revolutionize a sector of the Polish economy (or more), and can do this much more easily on the capital market or the peer-to-peer (crowdfunding) market.

The second thing I'd like to add concerns barriers. Andrzej Halesiak pointed out the ongoing growth of costs in the banking sector. To this I would add regulatory costs, very difficult to measure, which arise because in recent years financial market regulations have expanded very strongly. This is of course the fruit of the scandals and crises that have also been mentioned here. At the moment the pendulum seems to have swung as far as possible in the direction of very strong regulations. This has quite a concrete effect: if somebody wants to enter the capital market, they must deal with a whole range of new regulations, and these are simply costs. To this can be added ineffectiveness on the part of the regulator, the supervisory body and the market infrastructure itself. So there is room for improvement: by removing certain barriers and creating certain new opportunities it is possible to support more effective financing by the capital market.

Ja pozwolę sobie nie polemizować z moimi przedmówcami, bo jako jedyny w tym gronie nie jestem ekonomistą. Natomiast cieszy mnie, że generalnie jest zgoda co do tego, że rynek kapitałowy w Polsce mógłby być silniejszy, że jest przestrzeń, żeby rynek kapitałowy w większym stopniu finansował inwestycje polskich przedsiębiorstw. Do tego, co powiedzieli moi przedmówcy, ja dodam jeszcze dwie rzeczy.

Po pierwsze, rynek kapitałowy jest istotny między innymi z tego powodu, że umożliwia lepsze, bardziej efektywne finansowanie młodych przedsiębiorstw. Inaczej sobie poradzi z finansowaniem na przykład PKN Orlen, a inaczej start-up, który ma genialny pomysł na zrewolucjonizowanie jakiegoś segmentu polskiej gospodarki (albo szerzej) i mógłby to o wiele łatwiej zrobić na rynku kapitałowym albo na rynku finansowania P2P (ang. *peer-to peer*) czyli crowdfundingowym.

Druga rzecz, którą chciałbym dodać dotyczy barier. Andrzej Halesiak zwrócił uwagę na postępujący wzrost kosztów w sektorze bankowym. Ja do tego dodałbym jeszcze koszty regulacyjne, bardzo trudno mierzalne, które wynikają z tego, że regulacje rynku finansowego w ostatnich latach bardzo silnie się rozrosły. To jest oczywiście pokłosie skandali i kryzysów, o których też była tu mowa. W tej chwili wahadło wydaje się być wysunięte maksymalnie w stronę bardzo silnych regulacji. Ma to bardzo konkretne przełożenie: jeżeli ktoś chce wejść na rynek kapitałowy, musi zmierzyć się z całym szeregiem nowych regulacji, a to są po prostu koszty. Do tego można dołożyć nieefektywności po stronie regulatora, po stronie organu nadzoru i po stronie infrastruktury. Tak więc jest przestrzeń do poprawy: usuwając pewne bariery, tworząc pewne nowe możliwości można sprzyjać bardziej efektywnemu finansowaniu przez rynek kapitałowy.

This was the reason for the creation of the Capital Market Development Strategy,¹ a draft of which was published in February 2019 and is [in March, when the seminar took place -ed.] the subject of consultations. I encourage you to take part in them; comments can be sent to a dedicated e-mail address on the Finance Ministry's website.

The *Strategy* touches on a great number of areas. It attempts to quite holistically address the capital market, not limiting itself to shares (which would mean a very narrow understanding of the market), also discussing debt financing and transactions that are of the least interest to us here, e.g. repo transactions on Treasury bonds. The document analyzes various areas, identifying inefficiencies and barriers. During work on the *Strategy*, already at quite an early stage we made a list of the 20 most important barriers whose elimination is simply necessary for the capital market to function. Significantly, we found such barriers in a great number of areas. Beginning with structural questions: on the national scale we are dealing with a lack of leadership and low savings. Going further, we raise the question of ineffective supervision and regulations. These include *gold-plating*², lack of proportionality³ and insufficient quality of the Financial Supervision Authority's operations. Another question is market infrastructure: It often turns out to be too expensive (particularly if we relate these costs to the scale of the Polish economy and compare it with developed economies). Additionally, a great number of things can be improved in the sector of intermediaries operating on the capital market: At the moment they offer products and services that don't meet today's needs. There is also the question of insufficient tax incentives for issuers, investors and intermediaries; barriers in the area of tax structure; and administrative barriers, which discourage entry to

¹ It can be found in Polish at <https://www.gov.pl/web/finanse/strategia-rozwoju-rynku-kapitalowego>; an English summary is available at https://www.gov.pl/documents/1079560/1080340/Polish_Capital_Markets_Development_Strategy_-_English_summary.pdf/5f253881-271a-ff04-bac0-0295fce93818

² *Gold-plating* describes a practice by national authorities who in the case of transposition or introduction of EU legal acts into domestic law go far beyond the requirements of EU law.

³ Proportionality in transposition or implementation of EU legal acts into national law means taking into account the development needs of the local economy, including through analysis of whether a particular requirement is essential and whether it imposes excessive burdens in proportion to its goal.

W tym celu powstała „Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego”¹, której projekt opublikowany został w lutym 2019 r. i jest (w marcu, kiedy odbywało się seminarium – przyp. red.) przedmiotem konsultacji. Zachęcam do udziału w nich, uwagi można przysyłać na adres dedykowanej skrzynki e-mailowej wskazany na stronach Ministerstwa Finansów.

„Strategia” dotyczy bardzo wielu obszarów. Stara się w miarę całościowo potraktować rynek kapitałowy, nie ograniczając się do akcji (czyli bardzo wąskiego rozumienia rynku), mówi również o finansowaniu dłużnym i o transakcjach, które nas tutaj mniej interesują, np. repo na obligacjach skarbowych. „Strategia” analizuje różne obszary, identyfikując w nich nieefektywności i bariery. W trakcie prac nad „Strategią” już na dość wstępnym etapie zrobiliśmy listę 20 najważniejszych barier, bez likwidacji których rynek kapitałowy sobie po prostu nie poradzi. Istotne jest to, że owe bariery znaleźliśmy w bardzo wielu obszarach. Zaczynając od kwestii strukturalnych – w skali kraju mamy do czynienia z brakiem przywództwa oraz niskimi oszczędnościami. Idąc dalej, podnosimy kwestie nieefektywnego nadzoru i nieefektywnych regulacji. Chodzi m.in. o *gold-plating*², brak proporcjonalności³, niedostateczną jakość działania Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego. Kolejna kwestia to infrastruktura rynku: często wskazuje się, że jest ona zbyt kosztowna (zwłaszcza jeżeli odnosimy owe koszty do rozmiarów polskiej gospodarki i porównujemy się z gospodarkami rozwiniętymi). Ponadto, bardzo wiele rzeczy można poprawić w sektorze pośredników działających na rynku kapitałowym: obecnie oferują oni nieodpowiadające współczesnym wymaganiom produkty i usługi. Jest też kwestia niedostatecznych zachęt podatkowych dla emitentów, inwestorów i pośredników oraz kwestia barier w zakresie struktury podatkowej i barier administracyjnych, które zniechęcają do wejścia na rynek kapitałowy. Od bardzo wielu lat mówi się,

¹ Można ją znaleźć na: <https://www.gov.pl/web/finanse/strategia-rozwoju-rynku-kapitalowego>

² *Gold-plating* oznacza praktykę organów szczebla krajowego, które w przypadku transpozycji lub wdrażania unijnych aktów prawnych do prawa krajowego wykraczają daleko poza wymogi prawa wspólnotowego.

³ Proporcjonalność przy transpozycji lub wdrażaniu unijnych aktów prawnych do prawa krajowego oznacza uwzględnienie potrzeb rozwojowych gospodarki lokalnej, m.in. poprzez analizę, czy dany wymóg jest niezbędny i czy nie nakłada nadmiernych obciążeń stosunku do zakładanego celu.

the market. For very many years it has been said that the state doesn't encourage savings. Nor, unfortunately, does it encourage issuers to enter the capital market, for example by allowing tax deduction of certain issuance-related costs.

What is the *Strategy* for? Of course, as the previous speakers said, it's meant to improve and broaden the possibilities for financing business. And in particular, to enable what is described as the Fourth Industrial Revolution. To a great degree this revolution is being made by startups, which need and will continue to need better opportunities for financing on the capital market.

I'll now move to discuss a few of the many questions where the *Strategy* calls for specific changes. The first is of a structural nature and affects the entire economy. For very many years, the capital market has developed somehow, but in the areas of both regulation and infrastructure there has been a lack of leadership. We haven't had a single, identifiable person or group of people who would indicate that from the point of view of Polish companies certain things are prohibited, and certain things have to be done differently. For example, that we must coordinate the actions of several ministries, the Financial Supervision Authority, the government and associations of intermediaries, in order to eliminate certain things, and make others impossible. Another issue: The *Strategy* is just a document. Its adoption by the government will not by itself make the capital market start to develop; the *Strategy* has to be implemented. Thus, what's needed is the creation of a Project Office and the appointment of working groups that will be in charge of implementing the proposed actions. Also important are questions of the long-term effects on society, if only those related to financial education; many studies, including by the OECD, clearly show that financial education in Poland is at a very low level. That can be changed, but it requires actions over a horizon of at least a dozen years. And they must begin today.

In the area of regulation and supervision, we point out that what's needed is a holistic overview of current regulations to check for gold-plating, to establish how many excessively restrictive regulations there are that increase the costs of operations, or possibly generate inefficiencies. There's also a need for lobbying, because in the EU regulations are to a high degree introduced by EU directives, and thus act directly. So for example in the

że państwo nie zachęca do oszczędzania. Nie zachęca również, niestety, emitentów do wchodzenia na rynek kapitałowy, przykładowo poprzez możliwość wrzucenia w koszty pewnych wydatków związanych z emisją publiczną.

Po co jest „Strategia”? Oczywiście po to, by jak moi przedmówcy powiedzieli, poprawić i zwiększyć możliwości finansowania przedsiębiorstw. W szczególności zaś po to, aby umożliwić to, co się określa mianem czwartej rewolucji przemysłowej. Tej rewolucji w dużym stopniu zapewne dokonają start-up'y, które potrzebują i potrzebować będą lepszych możliwości finansowania na rynku kapitałowym.

Przejdę teraz do omówienia kilku kwestii spośród wielu, w których „Strategia” postuluje wprowadzenie konkretnych zmian. Pierwsza z nich ma charakter strukturalny i dotyczy całej gospodarki. Przez bardzo wiele lat rynek kapitałowy jakoś się rozwijał, ale i w zakresie regulacji i w zakresie infrastruktury brak było przywództwa. Brak było jednej osoby czy też grupy osób, które by wskazywały, że z punktu widzenia polskich przedsiębiorstw pewnych rzeczy nie wolno robić, a pewne rzeczy trzeba zrobić inaczej. Że trzeba koordynować działania, na przykład kilku ministerstw, Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, rządu czy stowarzyszeń pośredników, po to aby pewne rzeczy wyeliminować, a inne umożliwić. Sprawa druga: „Strategia” to jest tylko dokument. Samo jego przyjęcie przez rząd nie spowoduje, że rynek kapitałowy zacznie się rozwijać. „Strategię” trzeba wprowadzić w życie. Stąd potrzebne jest utworzenie Biura Projektu i powołanie grup roboczych, które zajmą się wdrożeniem proponowanych działań. Istotne są też kwestie długoterminowych oddziaływań na społeczeństwo, chociażby związane z edukacją finansową; z wielu badań, między innymi prowadzonych przez OECD wyraźnie wynika, że edukacja finansowa w Polsce jest na bardzo niskim poziomie. To można zmienić, ale potrzeba na to działań w horyzoncie co najmniej kilkunastu lat. Ale trzeba je podjąć już teraz.

Obszar regulacji i nadzoru. Tutaj zwracamy uwagę, że potrzebny jest całościowy przegląd obowiązujących regulacji pod kątem *gold-platingu*, by ustalić, ile jest nadmiernie restrykcyjnych przepisów, które zwiększają koszty działalności, ewentualnie generują jakieś nieefektywności. Potrzebny jest również lobbying, ponieważ w Unii Europejskiej regulacje w dużym stopniu są wprowadzane przez rozporządzenia unijne, a więc działają bezpośrednio. Jeśli więc na przykład

area of MAR,⁴ if our voice as a medium-sized market was not sufficiently heard and solutions were applied that are more appropriate for more developed capital markets, unfortunately we have sanctions that are disproportionate. What's needed is more effective action, a more proactive than reactive attitude from the Financial Supervision Authority, bringing communication with this office online. The new KNF Chairman has pledged to introduce very significant changes. There's also the question of corporate governance, including in state-owned companies, and the need to protect minority shareholders. Here the Finance Ministry itself admits that there is much to be done, because, for example, the benchmark WIG 20 Index is made up predominantly of state-owned enterprises.

If we speak of the area of intermediaries and capital market infrastructure, this means the Warsaw Stock Exchange, the Central Securities Depository of Poland (KDPW), the KDPW_CCP central counterparty, banks, brokerages, investment funds. Here we also have the question of high costs and the issue of whether market infrastructure is to work for profit or not for profit, and if the former, what level of costs should be borne by users. Here the *Strategy* calls for a reduction of these costs, without changing the model. Another significant issue is investor protection, which is largely lagging behind, as we saw in 2018 – the lack of transparent information on risk, lack of information on issuers, to evaluate and estimate their credit risk. Here there is a great deal to be done.

And finally, the question of tax incentives. This is a difficult subject, especially now. But we must address it, on the one hand to affect demand: from investors, those who invest their funds and need state incentives to invest (rather than consume). In the context of an aging society, this is very important. We must also introduce incentives for issuers (supply). Just entering the capital market today is expensive, and companies very often say that it is much simpler to go to a bank for a loan than to enter the public market and raise funds there.

The *Strategy* is written to cover many years. The first stage is 2019–2023; later it calls for medium- and long-term actions. Let's hope those actions will help close the

⁴ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse.

w zakresie MAR⁴ nasz głos jako średniej wielkości rynku nie był wystarczająco słyszalny i zastosowano rozwiązania, które są właściwe raczej dla bardziej rozwiniętych rynków kapitałowych, to niestety mamy w tej chwili sankcje, które są nieproporcjonalne. Konieczna jest większa skuteczność działania, bardziej proaktywna niż reaktywna postawa Komisji Nadzoru Finansowego, elektroniczna komunikacja z tym urzędem. Nowy Przewodniczący KNF deklaruje, że będzie wprowadzał bardzo istotne zmiany. Jest też kwestia *corporate governance*, również w spółkach Skarbu Państwa oraz konieczność ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Tutaj, co samo Ministerstwo Finansów przyznaje, jest dużo do zrobienia, bo np. WIG 20 tworzą w przeważającym stopniu przedsiębiorstwa państwowe.

Jeśli mówimy o obszarze pośrednictwa i infrastruktury rynku kapitałowego to chodzi o Giełdę Papierów Wartościowych, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW), Izbę rozliczeniową KDPW_CCP, banki, domy maklerskie, fundusze inwestycyjne. „Strategia” proponuje tu konkretne działania w zakresie rozwoju produktów i usług. Tu mamy również kwestię wysokich kosztów i kwestię, czy infrastruktura rynku ma działać „for profit” czy „non for profit”, a jeżeli „for profit”, to jaki powinien być poziom kosztów ponoszonych przez uczestników. Tu „Strategia” postuluje obniżenie tych kosztów, bez zmiany modelu. Inna istotna sprawa to ochrona inwestora, która w dużym stopniu, co widzieliśmy w roku 2018, kuleje. Brak przejrzystej informacji o ryzykach, brak informacji o emitentach, aby ocenić i oszacować ich ryzyko kredytowe. Tutaj także jest bardzo dużo do zrobienia.

I na koniec kwestia zachęt podatkowych. To trudny temat, szczególnie obecnie. Trzeba go jednak poruszyć, aby – z jednej strony – oddziaływać na popyt, na inwestorów, na tych, którzy inwestują swoje środki i potrzebują zachęty do inwestowania (zamiast konsumowania) ze strony państwa. To w kontekście starzejącego się społeczeństwa jest bardzo istotne. Z drugiej strony, trzeba wprowadzić zachęty dla emitentów (czyli po stronie podaży). Samo wejście na rynek kapitałowy jest teraz drogie i przedsiębiorcy bardzo często zgłaszają, że o wiele prościej jest pójść do banku po kredyt niż wejść na rynek publiczny i na nim zebrać środki finansowe.

⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku.

loopholes the earlier speakers described, and liquidate the inefficiencies we observe, which together should translate into faster growth of the Polish economy – which I'm sure we all want.

„Strategia” jest rozpisana na lata. Pierwszy etap to lata 2019–2023, na dłuższy okres planuje się działania o charakterze średnio- i długookresowym. Zaprojektowane działania, miejmy nadzieję, przyczynią się do zamknięcia luk, o których wspominali moi przedmówcy, i likwidacji nieefektywności, które obserwujemy, co łącznie powinno się przełożyć się na szybszy rozwój polskiej gospodarki – czego chyba wypada nam wszystkim życzyć.



Andrzej Halesiak

Andrzej Halesiak is an economist and manager who has been engaged with the banking sector for more than a decade, working on strategic analyses. Earlier he was employed for several years by the consultancy McKinsey & Company, where he handled projects related to attracting foreign investments to CEE, the development of e-business, corporate restructurings and development strategies. Mr. Halesiak began his professional career in public administration (the Financial Policy & Analysis Department in the Finance Ministry), working on projects including preparations for negotiating Poland's conditions of entry to the EU in the area of Economic and Monetary Union. He's a member of the Civic Congress Program Council and the TEP, a columnist in the daily Parkiet and the author of a blog about economic issues (andrzejhalesiak.pl). Mr. Halesiak is the author and co-author of many reports and articles, including "What kind of financial system for Poland?", "25+ From subcontractor to creator, or how to ensure Poland another 25 years of success" and "The Polish economy in the post-crisis world: undoubted successes, but the challenges are growing."

Andrzej Halesiak – ekonomista i menedżer przez kilkanaście lat związany z sektorem bankowym, gdzie zajmował się analizami o charakterze strategicznym. Wcześniej przez kilka lat zatrudniony w firmie doradczej McKinsey & Company, gdzie pracował przy projektach związanych z przyciąganiem zagranicznych inwestycji do EŚW, rozwojem e-biznesu, restrukturyzacją firm czy też strategią rozwoju. Karierę zawodową rozpoczął w administracji publicznej (Departament Polityki Finansowej i Analiz w Ministerstwie Finansów), uczestnicząc m.in. w pracach przygotowawczych negocjacji warunków przystąpienia Polski do UE w obszarze Unia Gospodarcza i Walutowa. Jest członkiem Rady Programowej Kongresu Obywatelskiego, członkiem TEP, felietonistą Parkietu oraz autorem bloga poświęconego zagadnieniom gospodarczym (andrzejhalesiak.pl). Autor i współautor wielu raportów i artykułów m.in. „Jaki system finansowy dla Polski”, „25+ Od podwykonawcy do kreatora, czyli jak zapewnić Polsce kolejne 25 lat sukcesu”, „Polska gospodarka w post-kryzysowym świecie – niewątpliwe sukcesy, ale wyzwania narastają”.



Ernest Pytlarczyk

Ernest Pytlarczyk is a doctor of economic sciences and a Chartered Financial Analyst. He has worked as a market analyst at Citigroup unit Bank Handlowy, as a researcher at Hamburg University and at the Bundesbank in Frankfurt. He is a manager and strategist who focuses on investment recommendations, macroeconomic forecasts and strategic planning. Mr. Pytlarczyk is one of the highest-ranked analysts on the Polish market, winning recognition from leading business daily *Parkiet* as the country's top macroeconomic analyst in 2008 and 2015, and taking second place in the competition in 2007 and 2009. He has written articles on DSGE modeling and Bayesian econometrics, and co-authored the book *Paradoks euro. Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?* (to be published in English in 2019 as *The Economic Consequences of the Euro, and the Safest Escape Plan*). Mr. Pytlarczyk is currently the chief economist and director of IR and group strategy at mBank.

Ernest Pytlarczyk – doktor nauk ekonomicznych, posiada tytuł CFA (Chartered Financial Analyst). W przeszłości pracował jako analityk rynków finansowych w Banku Handlowym, researcher w Instytucie Cykli Koniunkturalnych na Uniwersytecie w Hamburgu oraz w banku centralnym Niemiec we Frankfurcie. Manager, strateg, skoncentrowany na rekomendacjach inwestycyjnych, prognozach makro i planowaniu strategicznym. Jest jednym z najlepiej ocenianych analityków na polskim rynku. Uznany za najlepszego polskiego analityka makroekonomicznego w roku 2008 oraz 2015 (ranking PARKIET, czołowy polski dziennik finansowy). Zdobył drugie miejsce w tym samym rankingu w roku 2007 i 2009. Autor artykułów na temat modelowania DSGE i ekonometrii bayesowskiej, a także współautor książki „Paradoks euro. Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?”. Obecnie obejmuje stanowisko głównego ekonomisty, dyrektora IR i strategii grupy w mBanku.



Stefan Kawalec

Stefan Kawalec is president of the advisory firm Capital Strategy. In 1989–1994 he worked in the Finance Ministry as the chief economic adviser to the Deputy Prime Minister and Finance Minister, and later as a Deputy Minister. He co-authored the Balcerowicz Plan (1989–1990) and oversaw the restructuring and privatization of state-owned banks, in particular by preparing and implementing an innovative law on financial restructuring of companies and banks (1991–1994). Mr. Kawalec has served many times as a consultant on economic transformation and financial system reforms in the countries of Central and Eastern Europe. He holds a degree in mathematics from the University of Warsaw. Together with Ernest Pytlarczyk, Mr. Kawalec co-authored the book *Paradoks euro. Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?* (to be published in English in 2019 as *The Economic Consequences of the Euro: The Safest Escape Plan (Economics in the Real World)*), Wydawnictwo Poltext, Warsaw 2016. He co-wrote the report *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?* (How to mobilize additional retirement savings), Capital Strategy, Warsaw 2015; the solutions it proposed were later applied in the 2018 law on employee retirement savings. He is the co-author of *Raport dotyczący optymalnej struktury polskiego systemu bankowego w średnim okresie* (Report on the optimal structure of the Polish banking system over the medium term), Capital Strategy 2012.

Stefan Kawalec – prezes firmy doradztwa strategicznego Capital Strategy. W latach 1989–1994 pracował w Ministerstwie Finansów jako głównym doradcą ekonomicznym Wicepremiera i Ministra Finansów, a następnie - Podsekretarz Stanu. Współautor Planu Balcerowicza (1989–1990). Kierował restrukturyzacją i prywatyzacją banków państwowych, a w szczególności przygotowaniem i wdrożeniem innowacyjnej ustawy o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków (1991–1994). Był wielokrotnie konsultantem w sprawach transformacji gospodarki i reform systemu finansowego w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Ukończył matematykę na Uniwersytecie Warszawskim. Współautor (wspólnie z Ernestem Pytlarczykiem) książki „Paradoks euro. Jak wyjść pułapki wspólnej waluty?”, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2016. Współautor raportu „Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?”, Capital Strategy, Warszawa 2015 (*Zaproponowano tam rozwiązania zastosowane później w ustawie z 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych*). Współautor „Raportu dotyczącego optymalnej struktury polskiego systemu bankowego w średnim okresie”, Capital Strategy 2012.



Mariusz Więckowski

Mariusz Więckowski leads the consulting firm Areto, which specializes in questions concerning markets for financial instruments. He advises financial-market entities in areas including regulation, documentation, risk management and operations related to the OTC and regulated markets. In recent years he has participated in advisory projects implementing the requirements of MiFID II/MiFIR and EMIR in many banks, investment companies and funds. Mr. Więckowski takes part in projects led by BTA Consulting Ltd. in Poland (Strategy for Capital Market Development in Poland, 2018; Confirmation of the Warsaw Stock Exchange's 2018–2022 Strategy, 2018; Warsaw Stock Exchange Comparative Analysis, 2015–2016). He also takes part in working groups for the Polish Bank Association (including EMIR, MiFID II/MiFIR). Mr. Więckowski conducts numerous trainings, both open and in-house, on regulatory issues related to financial instruments. He has 20 years of experience in financial markets, including positions at Bank BPH, where his responsibilities included development of treasury products, and BRE Bank.

Mariusz Więckowski prowadzi firmę konsultingową Areto, specjalizującą się w zagadnieniach związanych z rynkami instrumentów finansowych. Doradza podmiotom rynku finansowego w zakresie m.in. kwestii regulacyjnych, dokumentacyjnych, zarządzania ryzykiem i operacyjnych związanych z instrumentami rynku regulowanego i OTC. W ostatnich latach uczestniczył w projektach doradczych wdrożenia wymogów MiFID II/MiFIR oraz EMIR w wielu bankach, firmach inwestycyjnych i towarzystwach funduszy inwestycyjnych. Bierze udział w projektach prowadzonych przez BTA Consulting Ltd. w Polsce (Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego w Polsce, 2018; Weryfikacja Strategii GPW SA 2018–2022, 2018; Analiza Porównawcza GPW SA, 2015–2016). Uczestniczy również w pracach grup roboczych Związku Banków Polskich (m.in. EMIR, MiFID II/MiFIR). Prowadzi wiele szkoleń (otwartych i wewnętrznych) w zakresie zagadnień regulacyjnych dotyczących instrumentów finansowych.

Posiada 20-letnie doświadczenie w zakresie rynków finansowych. W przeszłości pracował w Banku BPH (był m.in. odpowiedzialny za rozwój produktów skarbowych) oraz BRE Banku.

The list of previous PBR-CASE / BRE Bank – CASE and mBank – CASE Seminar Proceedings

Lista Zeszytów PBR-CASE / BRE Bank – CASE i mBank – CASE

Previous editions are available at

<http://www.case-research.eu/en/bre-bank-mbank-case-seminar-proceedings>

Poprzednie edycje dostępne pod adresem

<http://www.case-research.eu/pl/bre-bank-mbank-case-seminar-proceedings>

1. Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989–1992
2. Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3. Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4. Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5. Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6. Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7. Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8. Gospodarka Polski w latach 1990–92. Pomiary a rzeczywistość
9. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10. Wycena ryzyka finansowego
11. Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12. Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13. Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce – stan obecny i perspektywy
14. Etyka biznesu
15. Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17. Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18. Dług publiczny
19. Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20. Obrót wierzycielnościami
21. Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22. Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23. Sanacja banków
24. Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25. Finansowanie projektów ekologicznych
26. Instrumenty dłużne na polskim rynku
27. Obligacje gmin
28. Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów. Wydanie specjalne: Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29. Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego

30. Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31. Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32. Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33. (nie ukazała się / was not published)
34. Rynek inwestycji energooszczędnych
35. Globalizacja rynków finansowych
36. Kryzysy na rynkach finansowych skutki dla gospodarki polskiej
37. Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38. Docelowy model bankowości spółdzielczej
39. Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40. Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41. Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42. Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43. Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44. Kiedy koniec złotego?
45. Fuzje i przejęcia bankowe
46. Budżet 2000
47. Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48. Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49. Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50. Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52. Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53. Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54. Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55. Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56. Czy warto liczyć inflację bazową?
57. Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58. Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59. Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59. (a) Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60. (nie ukazała się / was not published)
61. Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62. Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63. Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64. Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65. Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy

66. Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67. Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68. Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69. Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70. Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71. Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72. Reforma procesu stanowienia prawa
73. Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74. Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75. Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76. Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77. Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78. Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79. Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80. Integracja europejskiego rynku finansowego – zmiana roli banków krajowych
81. Absorpcja funduszy strukturalnych
82. Sekurytyzacja aktywów bankowych
83. Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84. Obligacje komunalne w Polsce
85. Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86. Ryzyko inwestycyjne Polski
87. Elastyczność i sprawność rynku pracy
88. Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej Szansa czy konkurencja dla Polski?
89. Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90. SEPA – bankowa rewolucja
91. Energetyka–polityka–ekonomia
92. Ryzyko rynku nieruchomości
93. Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94. Reforma finansów publicznych w Polsce
95. Inflacja – czy mamy nowy problem?
96. Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97. Stan finansów ochrony zdrowia
98. NUK – Nowa Umowa Kapitałowa
99. Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100. Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101. Działalność antykryzysowa banków centralnych
102. Jak z powodzeniem wejść do strefy euro

103. Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104. Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105. Credit crunch w Polsce?
106. System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109. Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110. Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
111. Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia
112. Gospodarka nisko emisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113. Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114. Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115. Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia
116. Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie
117. Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013
118. Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego
119. Kondycja banków w Europie i Polsce. Czy problemy finansowe inwestorów strategicznych wpłyną na zaostrzenie polityki kredytowej w spółkach–córkach w Polsce
120. Zmiany regulacji a rozwój sektora bankowego
121. Scenariusze energetyczne dla Polski
122. Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro
123. Unia bankowa – skutki dla UE, strefy euro i dla Polski
124. Procedura restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku doświadczenia światowe, rozwiązania dla UE i dla Polski
125. Ład korporacyjny w bankach po kryzysie
126. Sektor bankowy w Europie. Co zmienił kryzys?
127. Austerity Revisited, czyli ponownie o zacieśnieniu fiskalnym
128. Polityczne korzenie kryzysów bankowych i ograniczonej akcji kredytowej
129. Długofalowe skutki polityki niskich stop i poluzowania polityki pieniężnej
130. Kryzysy finansowe w ujęciu historycznym i co z nich dla nas wynika / Lessons learned for monetary policy from the recent crisis
131. Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej: czego banki centralne nie uwzględniają w swoich modelach? / The effects of unconventional monetary policy: what do central banks not include in their models?
132. Czy w Europie jest za dużo banków? / Is Europe Overbanked?
133. Transformacja gospodarcza w Polsce w perspektywie porównawczej / The Polish Transition in a Comparative Perspective
134. Jak kształtowała się konkurencja w sektorze bankowym w Polsce i w Europie przed kryzysem i w okresie kryzysu / On Competition in the Banking Sector in Poland and Europe Before and During the Crisis
135. Ćwierć wieku ukraińskich reform: za mało, za późno i zbyt wolno / A quarter century of economic reforms in Ukraine: too late, too slow, too little
136. Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce: aktualny stan, problemy, perspektywy rozwoju / Corporate debt securities market in Poland: state of art, problems, and prospects for development

137. Unia Bankowa – gdzie jesteśmy / The Banking Union: State of Art
138. Bezpośrednie i pośrednie obciążenia polskich banków AD 2015. Próba inwentaryzacji i pomiaru niektórych z nich / New publication: An assessment of direct and indirect liabilities of Polish banks AD 2015
140. Stan i perspektywy rozwoju rynku funduszy private equity w Polsce / The condition of and prospects for the private equity funds market in Poland
141. Co dalej z systemem euro? / Rethinking the Euro system (w przygotowaniu)
142. Problem nieściągalności VAT w Polsce pod lupą / VAT non-compliance in Poland under scrutiny
143. Polityka gospodarcza i rozwój sytuacji makroekonomicznej na Węgrzech, 2010–2015 / Economic policy and macroeconomic developments in Hungary, 2010–2015
144. O wzroście gospodarczym w Europie, czyli niepewna perspektywa rozwoju krajów zachodnich / On Economic Growth in Europe, or, The Uncertain Growth Prospects of Western Countries
145. Katalońska gospodarka: kryzys, odbudowa i wyzwania dla polityki gospodarczej / The Catalan economy: Crisis, recovery and policy challenges
146. Polityka gospodarcza i otoczenie międzynarodowe, a stan finansów publicznych w Polsce. Scenariusze / Economic policy, the international environment and the state of Poland's public finances: Scenarios
147. Jak Komisja Europejska i kraje europejskie walczą z oszustwami VAT / How the European Commission and European countries fight VAT fraud
148. Kapitalizm oligarchiczny w Rosji: stagnacyjny ale stabilny / Russia's Crony Capitalism: Stagnant But Stable
149. Znaczenie imigracji zarobkowej dla gospodarki Polski / The Influence of Economic Migration on the Polish Economy
150. Więcej za mniej: jaki system podatkowy dla Polski / More for less: What tax system for Poland?
151. The Stupendous US Record Gets Suppressed / Zdumiewające karty amerykańskiej historii pozostają w ukryciu
153. Will Ukraine Be Able to Establish Real Property Rights? / Czy Ukraina będzie w stanie wprowadzić rzeczywiste prawa własności?
154. Thinking about pension systems for the 21st century: A few remarks based on the Polish example / Rozważania o systemie emerytalnym w XXI wieku: Kilka uwag na podstawie polskiego systemu
156. What's next for healthcare in Poland: diagnosis and prognosis / Co dalej z ochroną zdrowia w Polsce – stan i perspektywy
157. Is a Fiscal Policy Council needed in Poland? / Czy Rada Polityki Fiskalnej jest potrzebna Polsce?
158. Is Non-State Money Possible? / Czy pieniądz niepaństwowy jest możliwy?
159. Why do we need self-employed persons? Some economic reflections, mainly tax related ones / Po co nam samozatrudnieni? Refleksje ekonomiczne, głównie podatkowe