

Pierwszą i podstawową funkcją rynku kapitałowego jest mobilizacja kapitału na rzecz najbardziej produktywnych przedsięwzięć gospodarczych.

# ODNOWA

Polski rynek kapitałowy – odbudowa znaczenia i pozycji w gospodarce

Maciej Bukowski



Odnowa

Polski rynek kapitałowy – odbudowa znaczenia i pozycji w gospodarce

Autor:

Maciej Bukowski



Fundacja Warszawski Instytut Studiów Ekonomicznych i Europejskich

ul. Królewska 2/26

00-065 Warszawa

[www.wise-europa.eu](http://www.wise-europa.eu)

Raport powstał dzięki wsparciu:

*Pomysłodawca projektu*



Fundacja Przyjazny Kraj

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

[www.przyjaznykraj.pl](http://www.przyjaznykraj.pl)

Projekt okładki, skład, łamanie: studio Temperówka

Kopiowanie i rozpowszechnianie może być dokonane za podaniem źródła.

© Copyright by WiseEuropa – Fundacja Warszawski Instytut Studiów Ekonomicznych i Europejskich, Warszawa, 2024

ISBN 978-83-67829-26-7

# ODNOWA

## Polski rynek kapitałowy – odbudowa znaczenia i pozycji w gospodarce

Maciej Bukowski



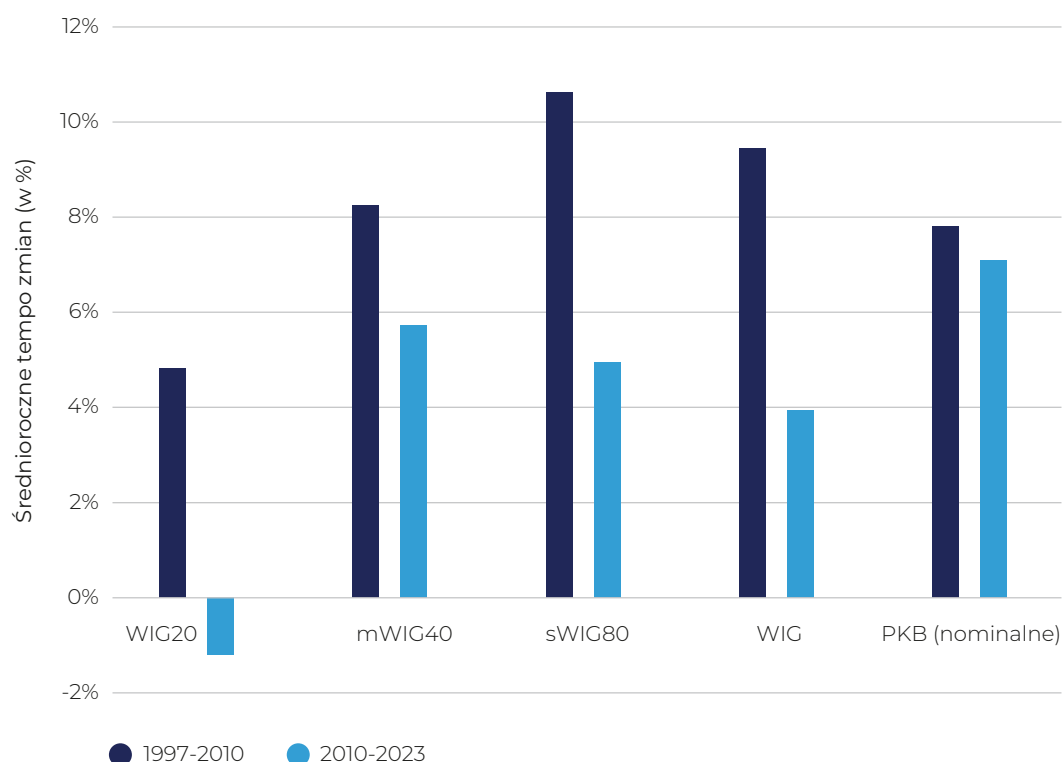
# 1. Wzlot i stagnacja – rynek kapitałowy w latach 1991-2023

Polski rynek kapitałowy<sup>1</sup> rozwijał się relatywnie dobrze w latach 1991-2010. Już na samym początku budowy gospodarki rynkowej w Polsce – w kwietniu 1991 – zadbano o to, aby otworzyć w Warszawie – w tym czasie nieco na wyrost – Giełdę Papierów Wartościowych (GPW). Fakt ten stanowił symboliczne odejście od gospodarki centralnie planowanej, ale był jednocześnie ważnym narzędziem efektywnej i transparentnej prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. W pierwszych kilkunastu latach funkcjonowania GPW umożliwiła ona wprowadzenie na polski rynek wielu inwestorów zagranicznych dostarczając całej gospodarce zastrzyk niezbędnego kapitału i know-how, ale zarazem dała możliwość zachowania częściowej – czasem większościowej, a czasem mniejszościowej – własności krajowej w prywatyzowanych firmach. Był to w dużej mierze akcjonariat rozproszony, pozwalający gospodarstwu domowemu na budowę długoterminowych oszczędności na bazie rosnącej w średnim tempie 4% rocznie gospodarki kraju. Kolejnym kluczowym momentem w historii GPW była reforma emerytalna roku 1999. Wraz z nią powołano bowiem Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE), które rozszerzały dostęp do własności w największych firmach krajowych na znaczną część pracujących Polaków. Krok ten pomógł zniwelować GPW negatywne skutki pęknięcia międzynarodowej bańki dotcomów, która silnie dotknęła inne rynki wschodzące, przyciągając zarazem na warszawski parkiet wiele firm prywatnych. Podobnym impulsem stało się wejście do Unii Europejskiej i związany z nim boom inwestycyjny, na fali którego wiele z rozwijanych do tej pory w sposób organiczny przedsiębiorstw prywatnych zaczęło szukać możliwości sfinansowania inwestycji poprzez plasowanie swoich akcji na GPW.

Okres ten zaczął się kończyć wraz z światowym kryzysem finansowym 2008 roku, który ujawnił szereg strukturalnych i instytucjonalnych słabości polskiego rynku kapitałowego, prowadząc zarazem do przejściowych, lecz znaczących strat wśród inwestorów, a tą drogą podważając zaufanie do kapitałowego filaru systemu emerytalnego wśród polskich polityków. Przełożyło się to na decyzję o znacznej redukcji rozmiarów kapitałowej części systemu emerytalnego. Składka na OFE została w 2011 roku zmniejszona z 7,3% do 2,3%. Równolegle zwiększono adekwatnie składkę do ZUS, zmieniając na trwale proporcje między kapitałowym i repartycyjnym filarem emerytalnym i wprowadzając także możliwość wyboru przez osoby ubezpieczone, czy część kapitałowa składki emerytalnej ma być przekazywana do ZUS, czy też do OFE. W ten sposób OFE stały się bliskie funkcjonującym od roku 2004, lecz nie cieszącym się dużą popularnością, dobrowolnym Indywidualnym Kontem Emerytalnym (IKE). Główną różnicą, niekorzystną z punktu widzenia GPW, było wprowadzenie w OFE tzw. „suwaka”, tj. mechanizmu nakazującego lokowanie składek najstarszych członków funduszy poza rynkiem akcyjnym. Wszystkie te zmiany spowodowały stopniową redukcję liczby uczestników OFE oraz znacząco zmniejszyły ich aktywność inwestycyjną na GPW, przekładając się na spadek płynności całego rynku i zmniejszenie jego potencjału do autonomicznego wzrostu. Wprowadzone równolegle Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego, których zadaniem miało być zachęcenie Polaków do dobrowolnego oszczędzania z myślą o emeryturze, nie odniosły sukcesu. Dopiero powołanie kilka lat później (2018) Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK) nieco odmieniło tę sytuację. Program ten został bowiem zaprojektowany tak, aby zachęcić Polaków do długoterminowego

<sup>1</sup> Szersze omówienie większości zagadnień poruszonych we wprowadzeniu znajduje się we wcześniejszych publikacjach WiseEuropa pt. „Poryw i flauta” (2015) oraz „Wiatr w Żagle” (2016) autorstwa Macieja Bitnera, Macieja Bukowskiego, Urszuli Siedleckiej oraz Kamila Pastora, a także „Emerytury Wolności” (2022) autorstwa Macieja Bukowskiego i Krzysztofa Głowackiego.

oszczędzania poprzez giełdę, poprzez złożenie środków alokowanych dobrowolnie przez pracownika, pracodawcę oraz państwo dla wszystkich zainteresowanych tym osób zatrudnionych na umowę o pracę. Co ważne, PPK przewidziały zarazem zasadę domyślnego zapisu, zakładającą, że zasada dobrowolnego uczestnictwa w nich realizowana będzie poprzez aktywne wypisanie się z funduszu, a nie (jak w IKE czy IKZE) aktywne do niego zapisanie. Zwiększyło to liczbę osób oszczędzających na rynkach kapitałowych z myślą o emeryturze, jednak nie w skali wystarczającej do pełnego skompensowania ubytku wywołanego przez odpływ środków na skutek zmian w OFE.



**Rysunek 1. Zmiany głównych indeksów GPW na tle wzrostu gospodarczego w Polsce**

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GPW

Po roku 2010 ujawniły się inne problemy. Dotyczyły one przede wszystkim niedostatecznej ochrony inwestorów mniejszościowych przez nadużyciami ze strony Skarbu Państwa lub prywatnych inwestorów dominujących, a także z wysokimi kosztami pośrednictwa inwestycyjnego i brakiem silnych instytucji inwestycyjnych. Stało się tak mimo tego, że retoryka polityczna pod adresem krajowego rynku kapitałowego ponownie się poprawiła, m.in. w związku z – najpierw 25-leciem, a potem 30-leciem warszawskiego parkietu. Mimo deklaracji popierających rozwój GPW ze strony premierów Donalda Tuska i Mateusza Morawieckiego oraz prezydentów Bronisława Komorowskiego i Andrzeja Dudy, praktyczne zmiany służące temu celowi zachodziły w bardzo ograniczonym stopniu.

W latach 2010-2023 podstawowym problemem warszawskiego rynku stały się częste zmiany regulacyjne dotyczące zarówno samego rynku (np. OFE), jak i branż, na których działają notowane na nim spółki. W tym drugim wypadku szczególnie narażone były sektory kontrolowane przez państwo: energetyka, przetwórstwo węglowodorów, sektor wydobywczy czy – w mniejszym stopniu – bankowość i ubezpieczenia. Występujące w roli uprzywilejowanego

akcjonariusza kontrolującego zarządy poszczególnych spółek państwo uciekało się np. do tricków umożliwiających uzyskiwanie przez nie dodatkowych przychodów podatkowych kosztem dywidendy dla ogółu udziałowców albo zysków politycznych kosztem zysku finansowego poszczególnych przedsiębiorstw. Przykładem tego rodzaju działań mogą być m.in. odpowiednio przeprowadzane fuzje i przejęcia w sektorze paliwowo-energetycznym czy wiecznie odwlekane reformy i inwestycje w sektorze energetycznym, w średnim i długim terminie podmywające jego zyskowność.

Efektom tych działań jest bardzo niska wycena wielu tych spółek, których kluczowym akcjonariuszem jest Skarb Państwa, a które dominują w głównym indeksie warszawskiego parkietu WIG20. O ile w latach 1997-2010 indeks ten rósł w średnim tempie ok. 5% rocznie, co w połączeniu z regularnie wypłacanymi dywidendami pozwalało inwestorom uzyskać zwrot porównywalny ze zwrotem makroekonomicznym (stopą wzrostu nominalnego PKB), to już w latach 2010-2023 tego rodzaju inwestycja łączyła się ze stratą. Rzutowało to na cały rynek powodując, że także spółki w pełni prywatne składające się na szersze indeksy rynkowe takie jak mWIG40 czy sWIG80 oraz WIG, przynosiły inwestorom zwroty nieco gorsze od całej gospodarki. Jest to sytuacja nietypowa dla większości rynków rozwiniętych, w których w długim okresie rynki kapitałowe „gwarantują” stopę zwrotu co najmniej dorównującą, a często i przekraczającą stopę wzrostu gospodarczego. Przykładowo stopa zwrotu z amerykańskiego indeksu S&P500 sięga w długim okresie ok. 7% rocznie, podczas gdy nominalny wzrost amerykańskiego PKB wynosi ok. 5%.

Zrozumienie problemów, jakie dla polskiego rynku kapitałowego wiążą się z notowaniem na nich Spółek Skarbu Państwa, które są zarazem traktowane przez regulatora inaczej niż przedsiębiorstwa prywatne, co często odbywa się nie tylko kosztem ich innych akcjonariuszy (w tym przyszłych emerytów), ale i rynku jako całości, a więc akcjonariuszy firm prywatnych, jest wśród uczestników rynku powszechne. To samo można powiedzieć o ocenie reform, jakie dotknęły polskiego systemu emerytalnego. Zostały one zrealizowane w sposób, który okazał się być wyjątkowo kosztowny dla spółek notowanych na GPW, a późniejsze zmiany – m.in. w postaci generalnie udanego programu PPK – okazały się być niewystarczające, by skompensować ubytek funduszy, jakie warszawska giełda uzyskiwała z systemu powszechnego. Jednocześnie jednak kwestie reform emerytalnych dyskutowane są zwykle w oderwaniu od kwestii rynku kapitałowego – ze szkodą zarówno dla samego rynku, jak i przyszłych emerytów i stabilności samego systemu emerytalnego. Z tych względów wydaje się, że po dekadzie od wprowadzenia zmian w OFE, która zarazem była dekadą wyjątkowo niekorzystnych zmian w zakresie corporate governance SSP, konieczne jest nowe otwarcie.

Celem niniejszego raportu jest wskazanie, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie po roku 2010 pograżyła się w marazmie, w dużej mierze abdykując z roli silnika realnie napędzającego polską gospodarkę. Marazm ten dotyczył zarówno rynku rozumianego jako atrakcyjne miejsce dla firm krajowych i ich właścicieli, jak i rynku rozumianego jako platforma akumulacji majątku przez gospodarstwa domowe utrzymujące się z pracy oraz rynku rozumianego jako mechanizm finansowania rozwoju gospodarczego. Został on wywołany przede wszystkim przez nieprzemysłane zmiany regulacyjno-instytucjonalne wdrażane w czasie bardzo niekorzystnych szoków zewnętrznych (kryzys finansowy 2008, kryzys strefy euro). Oznacza to jednak także, że nie jest to sytuacja nieodwracalna. Przeciwnie, te niekorzystne zmiany mogą i powinny zostać naprawione pod warunkiem przeprowadzenia kilku kluczowych reform, które proponujemy w zamykających raport rekomendacjach.

## 2. Czy GPW spełnia dziś swoje funkcje?

### 2.1 Korzyści dla firm i ich właścicieli

Nieprzypadkowo w gospodarkach rozwiniętych zdecydowana większość firm dużych jest spółkami publicznymi, a więc notowanymi na regulowanym rynku giełdowym. Giełda umożliwia przedsiębiorstwom pozyskanie kapitału na rozwój, zwiększa płynność kapitału dla właścicieli i obniża koszt jego pozyskania ze źródeł zewnętrznych. W konsekwencji spółki publiczne mogą szybciej rosnąć realizując bardziej innowacyjne, kapitałochłonne i skalowalne projekty niż przedsiębiorstwa korzystające głównie z finansowania dłużnego.

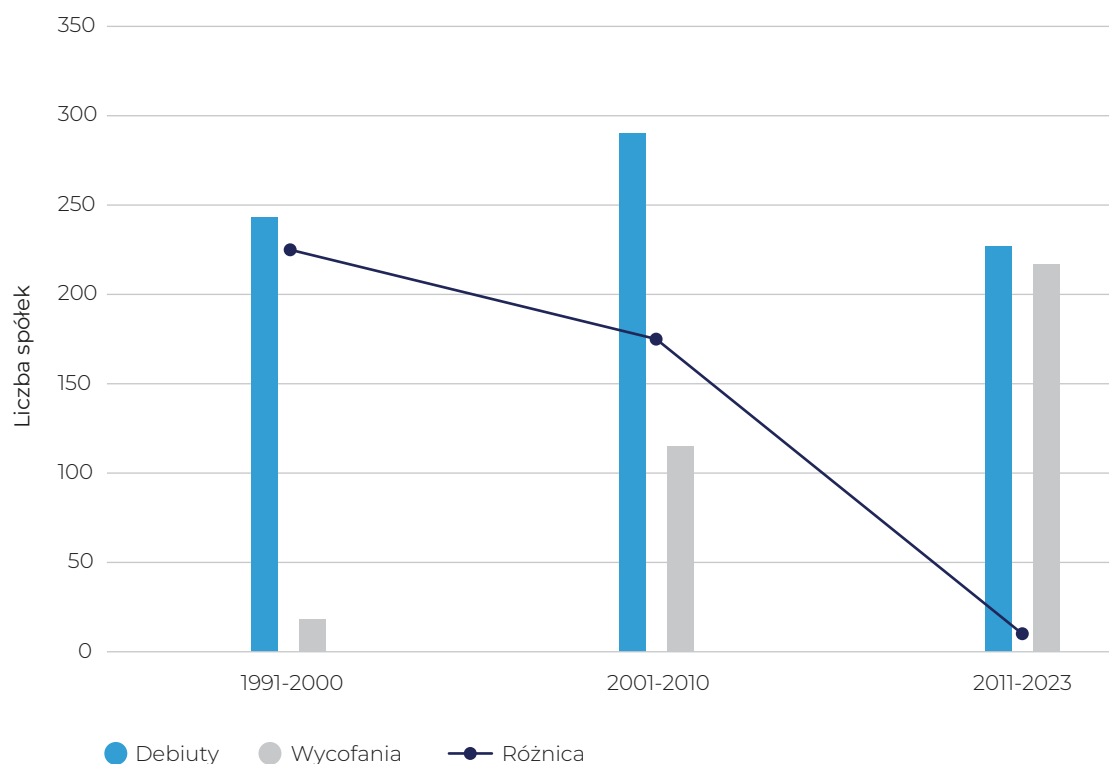
Zostanie spółką publiczną jest więc – co do zasady – atrakcyjnie dla przedsiębiorstw prywatnych wtedy, kiedy umożliwia im zdobycie finansowania w sposób łatwiejszy, tańszy lub bardziej elastyczny niż byłoby to możliwe na rynku kredytowym. Zaletą giełdy jest w tym kontekście obecność na niej bardzo różnych typów inwestorów: od licznych, lecz dysponujących jednostkowo relatywnie niewielkim kapitałem gospodarstw domowych, po obracających wieloma miliardami inwestorów instytucjonalnych. Dzięki temu zróżnicowaniu, sfinansowanie nowych przedsięwzięć, zwłaszcza tych najbardziej innowacyjnych, jest dużo prostsze, a często także tańsze niż poprzez, z natury bardziej konserwatywne, a jednocześnie silniej regulowane, banki komercyjne. Dotyczy to zarówno sprzedaży udziałów w poszukującej finansowania spółce, jak i finansowania dłużnego poprzez plasowane na giełdzie obligacji. Zarazem giełda jest miejscem pozwalającym na realizację zysków z inwestycji firmom specjalizującym się w dostarczaniu kapitału wysokiego ryzyka, m.in. tzw. startupom, a więc ryzykownym przedsięwzięciom o dużym potencjale wzrostu. Nowe rodzaje działalności gospodarczej, które znalazły już potwierdzenie w szybkim wzroście sprzedaży, mogą dzięki niej przynieść wysoki zwrot funduszu private equity czy venture capital finansującym ich rozwój w fazie załążkowej, jednocześnie umożliwiając samym firmom zdobycie nowego finansowania niezbędnego do podtrzymania wzrostu w kolejnej fazie swojego rozwoju.

Giełda może być także atrakcyjnym miejscem dla firm o już ustalonej pozycji rynkowej. Właściciele, którzy rozwinęli dane przedsięwzięcie poza rynkiem publicznym, stają często przed dylematem wyceny własnego majątku, jego dywersyfikacji albo problemem sukcesji, czyli przekazania sterów w firmie następnemu pokoleniu, które w wielu wypadkach nie musi dzielić zainteresowań i celów biznesowych rodziców. Giełda umożliwia im rozwiązanie tych problemów poprzez sprzedaż akcji szerokiej grupie inwestorów zewnętrznych, a tą drogą częściowe lub całkowite zastąpienie pierwotnych właścicieli przez akcjonariat rozproszony przy jednoczesnym zachowaniu integralności firmy jako niezależnie działającego podmiotu. Przedsiębiorcy zyskują dzięki temu możliwość zainwestowania uzyskanego kapitału w inne przedsięwzięcia (dywersyfikacja majątku) oraz łatwego przekazania go spadkobiercom. Giełda jest więc alternatywą dla bezpośredniej sprzedaży inwestorom branżowym, co zwykle wiąże się z utratą tożsamości sprzedawanego przedsiębiorstwa jako niezależnego podmiotu.

Dobrym miernikiem użyteczności giełdy z perspektywy firm i ich właścicieli jest to, czy liczba notowanych na niej spółek rośnie, czy maleje. W przypadku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie okresem szczególnie intensywnego wzrostu były lata 90-te poprzedniego wieku, kiedy liczba debiutujących spółek – głównie prywatyzowanych firm państwowych – silnie przeważała nad liczbą podmiotów z parkietu wycofywanych. W kolejnej dekadzie ta



tendencja uległa pewnemu osłabieniu za sprawą wzrostu liczby spółek opuszczających giełdę, choć zarazem wyraźnie wzrosła liczba debiutów, w tym okresie nie można więc jeszcze mówić o kryzysie. Po roku 2010 atrakcyjność GPW dla firm prywatnych wyraźnie jednak spadła. Liczba podmiotów notowanych na parkiecie przez ostatnich kilkanaście lat niemal nie wzrosła. Stało się tak przede wszystkim za sprawą intensywnego delistingu, który niemal zrównoważył liczbę debiutów giełdowych, ustępującej wyraźnie poprzedniej dekadzie. Można powiedzieć, że głównym problemem polskiego rynku akcji po roku 2010 była niewielka liczba oraz stosunkowo niska wartość ofert publicznych, które rzadko kiedy przekraczały 100 mln PLN. Tak niski poziom aktywności na rynku IPO oznacza, że nie pełni ona swojego głównego zadania alokacji kapitału w całej gospodarce, tj. finansowania rozwoju polskich przedsiębiorstw. Taki stan rzeczy może być wypadkową kilku niekorzystnych tendencji jakie dotknęły GPW w tym czasie.



**Rysunek 2. Liczba nowych debiutów oraz spółek wycofywanych z notowań na GPW**

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GPW

Po pierwsze, po kryzysie finansowym 2008 roku – na GPW, podobnie jak na innych giełdach europejskich – wzrosły wymogi stawiane notowanym podmiotom przede wszystkim w zakresie obowiązków informacyjnych i odpowiedzialności zarządów za ich przestrzeganie, m.in. w zakresie sprawozdawczości finansowej a w ostatnim czasie także kwestii raportowania ESG (Environmental, Social, Governance). Może to – zwłaszcza dla mniejszych spółek – stanowić zbyt wysokie obciążenie regulacyjne w porównaniu do korzyści, jakie przynosi im fakt notowania na rynku regulowanym. W przypadku GPW czynnikiem podnoszącym koszty mogą być wymogi formalne stawiane przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF) zarówno obowiązkom sprawozdawczym jak i prospektom emisyjnym. Dokumentacja, jaką musi zgromadzić w Polsce spółka pragnąca wejść na parkiet, jest bardzo rozbudowana, a procedura jej tworzenia bardzo

wydłużona. W rezultacie spółka zastanawiająca się nad debiutem na GPW musi być przygotowana na przejście przez długi, skomplikowany, a zarazem kosztowny proces przygotowań, co nie sprzyja przyciąganiu nowych podmiotów na parkiet. Z drugiej strony na rynku NewConnect dochodzi relatywnie często do lekceważenia przez część podmiotów obowiązków informacyjnych, co z kolei zmusza GPW do zawieszania ich notowań, naruszając bezpośrednio interesy inwestorów. Ci z kolei mogą być mniej chętni do inwestowania w krajowe walory sensu largo, w tym zwłaszcza mniejszych podmiotów debiutujących na GPW, co przekłada się z kolei na mniejsze zainteresowanie warszawskim rynkiem ze strony tych ostatnich.

Po drugie, ostatnie kilkanaście lat upłynęło pod znakiem dużej niepewności warunków gospodarczych związanych najpierw z międzynarodowym kryzysem finansowym, potem z kryzysem w strefie euro, a następnie pandemią COVID-19 i wybuchem wojny w Ukrainie. Implikowały one znaczną zmienność na rynkach finansowych i zaniżały wycenę spółek zwłaszcza na rynkach wschodzących, do których zalicza się giełda warszawska. W połączeniu z negatywnym sentymentem do parkietu budowanym za sprawą działań Skarbu Państwa, negatywnie oddziałującym na wyceny kontrolowanych przez niego podmiotów i cały indeks WIG20 (likwidacja OFE), mogło to zniechęcać inwestorów instytucjonalnych do kupowania akcji na polskiej giełdzie, co równolegle zaniżało także wycenę spółek prywatnych, pośrednio zmniejszając chęć nowych firm do przeprowadzania IPO. W sytuacji relatywnie niskiej (na tle innych rynków) przeciętnej wyceny firm na GPW, część podmiotów prywatnych mogła uznać, że korzystniejsze jest dla nich pozostanie poza rynkiem publicznym lub szukanie innych sposobów na sprzedaż własnych akcji. Dotyczyło to zarówno potencjalnych nowych uczestników rynku jak i już notowanych spółek, dla których przeprowadzenie delistingu na drodze wykupu akcji stało się tańsze. Niektórzy właściciele mogli w nowych warunkach konkurencyjnych, nie widząc korzyści z giełdy, preferować kontrolę nad firmą bez udziału inwestorów zewnętrznych i związanej z tym presji na wyniki finansowe. Z kolei w przypadku części spółek kontrolowanych przez Skarb państwa doszło do fuzji i przejęć, co dodatkowo ograniczyło liczbę spółek notowanych na GPW.

Po trzecie, obok relatywnie niskiej wyceny notowanych podmiotów, na spadek liczby nowych debiutów mogła przełożyć się także wyższa dostępność alternatywnych źródeł finansowania, w tym zwłaszcza funduszy europejskich, private equity i venture capital, która zmniejszała atrakcyjność finansowania poprzez rynek publiczny dla części przedsiębiorstw w okresie dużych zawirowań w gospodarce światowej. Efekt wypychania kapitału z rynku publicznego przez kapitał prywatny wynikał z dużej dostępności (i po niskiej cenie) tego ostatniego na skutek wieloletniej polityki niskich stóp procentowych oraz masowego dodruku pieniądza, prowadzonych przez czołowe banki centralne. Zamiast szukać wyższej wyceny swoich akcji dzięki dotarciu do dużej grupy potencjalnej inwestorów, firmy wolały zabiegać o finansowanie w inny sposób, który – wobec relatywnej dekoniunktury na warszawskim parkiecie – był dla nich bardziej atrakcyjny. Wiele wskazuje, że w ostatniej dekadzie GPW znalazła się więc między swoistym młotem a kowadłem. Zarówno z obiektywnych przyczyn zewnętrznych (seria kryzysów przekładających się na ujemny sentyment wobec rynków europejskich oraz rynków wschodzących) oraz błędów krajowej polityki (likwidacja OFE, polityka wobec SSP itp.), polski rynek giełdowy był w latach 2010-2023 relatywnie mało atrakcyjnym miejscem do nowych IPO, co z kolei pogłębiało jego negatywną percepcję wśród inwestorów krajowych, którzy coraz częściej szukali okazji inwestycyjnych poza Polską.

## Ramka: Potencjalne korzyści i koszty dla firm z przekształcenia w spółkę publiczną

### Główne korzyści:

- **Dostęp do kapitału:** Spółki publiczne mogą pozyskać kapitał od szerokiego grona inwestorów, co ułatwia finansowanie dużych projektów inwestycyjnych i szybką ekspansję.
- **Płynność akcji:** Akcje spółek publicznych są notowane na giełdzie, co zapewnia ich płynność i łatwość kupna/sprzedaży.
- **Niższy koszt kapitału:** Spółki publiczne mogą pozyskać kapitał po niższym koszcie niż w przypadku kredytu bankowego.
- **Dywersyfikacja ryzyka:** Inwestorzy indywidualni mogą dywersyfikować swoje ryzyko, inwestując w akcje różnych spółek.
- **Stymulacja dla zarządu:** Obecność dużych inwestorów instytucjonalnych motywuje zarząd do działania w najlepszym interesie spółki. Wiarygodna wycena umożliwia inwestorom oszacowanie przyszłych zysków.
- **Możliwość realizacji innowacyjnych projektów:** Giełda umożliwia pozyskanie kapitału na ryzykowne, kapitałochłonne i skalowalne projekty. Możliwość realokacji kapitału do młodych, dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw.
- **Efekty skali:** Spółki publiczne łatwiej osiągają efekty skali, co obniża jednostkowy koszt produkcji.

### Główne koszty:

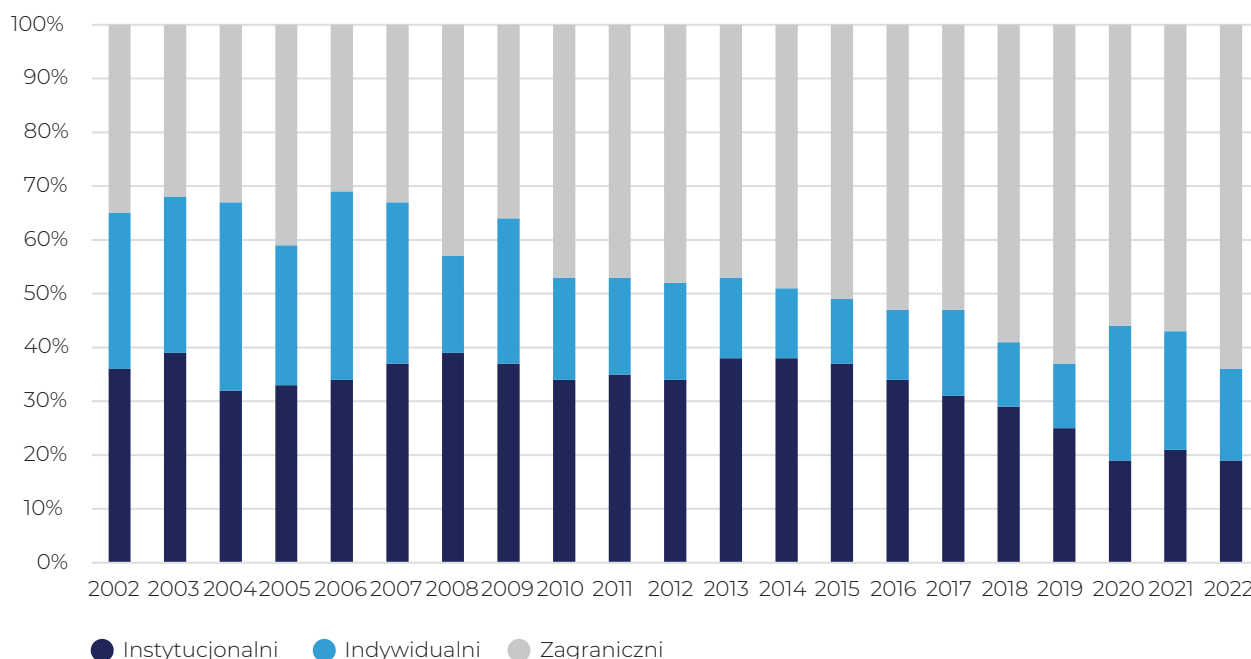
- **Ciężar obowiązków informacyjnych:** Konieczność informowania firm konkurencyjnych o własnych zamiarach inwestycyjnych i organizacyjnych, nawet jeśli te nie są notowane na giełdzie. Utrata części przewagi konkurencyjnej.
- **Koszty obecności na giełdzie i koszty emisji:** Obowiązki informacyjne implikują konieczność ponoszenia kosztów organizacyjnych i finansowych związanych zarówno z IPO czy SPO, jak i z codzienną sprawozdawczością informującą inwestorów o działaniach spółki.
- **Odrębność interesów zarządu, inwestorów i gospodarki:** Różne funkcje celu implikują inne oczekiwania wobec spółki ze strony różnych kategorii inwestorów, jej managementu oraz całej gospodarki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu „Poryw i flauta”

## 2.2 Korzyści dla inwestorów

Rynki kapitałowe pełnią też ważną rolę społeczną. Gospodarstwa domowe, kupując akcje, stają się współwłaścicielami firm, bez konieczności angażowania swojego czasu w codzienny rozwój własnych przedsiębiorstw. Mogą więc być właścicielami kapitału nie stając się przedsiębiorcami. Demokratyzuje to korzyści odnoszone przed przedsiębiorców z wdrażania ryzykownych, ale innowacyjnych idei biznesowych, dając zarazem oszczędzającym możliwość uczestniczenia w zyskach, jakie przynoszą najbardziej produktywna przedsiębiorstwa w danym kraju, a nawet na świecie. W ten sposób rynki kapitałowe zwiększają dobrobyt oszczędzających pozwalając im lepiej zarządzać swoim majątkiem w przekroju całego życia. Historycznie rzecz biorąc inwestycje w indeksy giełdowe przynosiły średnią stopę zwrotu wyższą – zależnie od rynku – o ponad 2-4 pkt. proc. niż obligacje skarbowe lub stopa wzrostu gospodarczego, pozwalając oszczędzającym na realizację indywidualnych celów majątkowych, takich jak np. wyższa lub wcześniejsza

emerytura, sfinansowanie edukacji dzieci czy zakup innych aktywów, np. domu letniskowego. W porównaniu do innych alternatywnych inwestycji rynek kapitałowy pozwala także gospodarstwom domowym na znacznie lepszą dywersyfikację ryzyka dzięki strategii inwestowania w wiele przedsiębiorstw naraz. Zarazem zapewnia on im płynność porównywalną z depozytami bankowymi, trudno osiągalną np. w przypadku inwestycji w nieruchomości. Inwestorzy giełdowi mogą w każdej chwili kupić lub sprzedać akcje, których upłynnienie jest równie szybkie i rzadko kiedy wiąże się z dużymi kosztami transakcyjnymi.

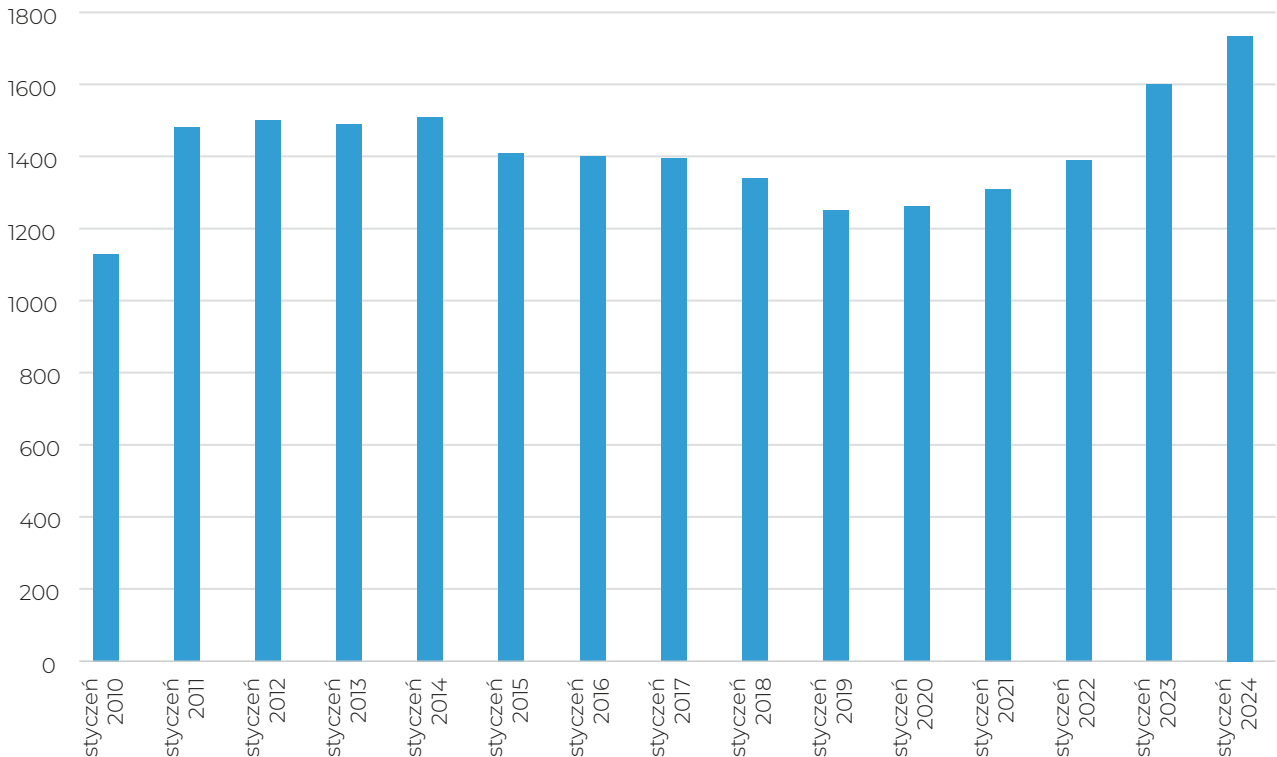


**Rysunek 3. Struktura inwestorów na Głównym Rynku akcji GPW (w proc.)**

Źródło: GPW

Gospodarstwa domowe mogą kupować lub sprzedawać papiery wartościowe notowane na giełdzie albo bezpośrednio – jako inwestorzy indywidualni – albo pośrednio jako członkowie funduszy inwestycyjnych nabywających (zwykle za pośrednictwem banku lub pracodawcy) udziały w produktach finansowych oferowanych przez wyspecjalizowanych inwestorów instytucjonalnych (m.in. fundusze inwestycyjne i emerytalne). Dlatego dobrym wskaźnikiem ich zainteresowania inwestycjami na rynku regulowanym jest względna rola, jaką odgrywają na nim inwestorzy krajowi i zagraniczni oraz to, czy ci pierwsi są skłonni raczej otwierać, czy raczej zamykać rachunki inwestycyjne nakierowane na aktywność na rodzimym rynku kapitałowym. Dane, jakimi dysponujemy, potwierdzają niekorzystną tendencję rozwojową, w jakiej znalazła się GPW w ostatniej dekadzie. W latach 2010-2020 systematycznie malała liczba rachunków maklerskich oraz aktywa, jakie Polacy trzymali w funduszach inwestycyjnych i emerytalnych. W konsekwencji udział inwestorów zagranicznych w obrotach na warszawskiej giełdzie wzrósł z ok. 40% pod koniec pierwszej dekady XXI wieku, do około 60% obecnie. Jednocześnie najgorszy pod obydwoма względami był okres 2012-2020, a więc między kryzysem w strefie euro, a wybuchem pandemii COVID-19. Dopiero w ostatnich trzech latach można obserwować powrót inwestorów indywidualnych na GPW, co znajduje odzwierciedlenie zarówno w poprawie notowań jak i w liczbie aktywnych rachunków maklerskich oraz rosnącym udziale inwestorów krajowych

w obrotach giełdowych. Jedną z przyczyn tego zjawiska może być poprawiająca się koniunktura na rynkach światowych, w tym znaczna poprawa sentymentu do polskiej gospodarki.



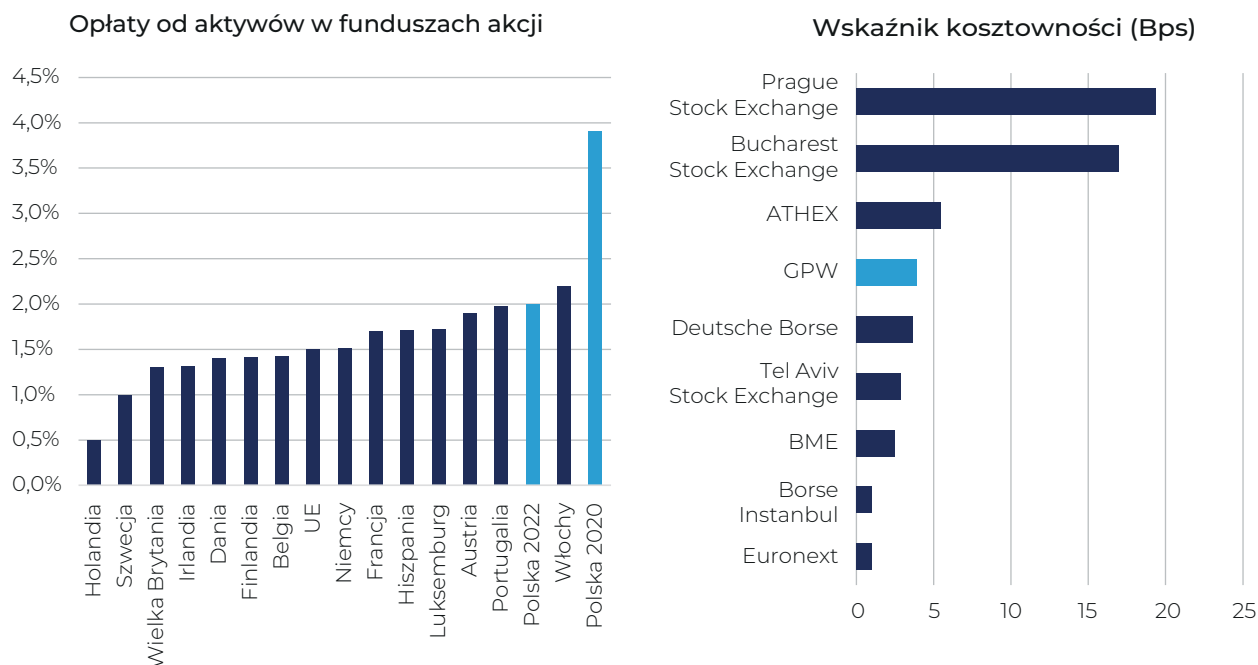
**Rysunek 4. Liczba rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych (w tys.)**

Źródło: Stowarzyszenie Inwestorów indywidualnych

Obok wahań cen akcji wywołanych szokami zewnętrznymi (kryzys 2008, kryzys w strefie euro, pandemia COVID-19) czy działaniami regulacyjnymi (zmiany w zakresie OFE, działania wobec SSP odbywające się kosztem inwestorów mniejszościowych), za wieloletnim spadkiem zainteresowania inwestorów krajowych warszawskim rynkiem, a przede wszystkim za ich generalnie ograniczoną obecnością na nim w perspektywie wieloletniej, mogą przemawiać czynniki strukturalne, w tym zwłaszcza względnie wysokie koszty inwestowania na GPW. Ich analizy dokonał w roku 2022 Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) w raporcie pt. „Analiza poziomu kosztów rynkowych na polskim rynku kapitałowym” wskazując, że są one wyższe od średniej europejskiej, ustępując zwłaszcza znacznie najbardziej rozwiniętym rynkom Wielkiej Brytanii czy Holandii.<sup>2</sup> Dotyczy to m.in. rocznych opłat od aktywów w funduszach akcyjnych, które w Polsce – mimo wymuszonego regulacjami Ministra Finansów znacznego spadku na przestrzeni kilku lat – nadal przekraczają europejską średnią o ok. 0.5 pp. UKNF wskazuje także, że relatywnie wysokie (na tle innych rynków) koszty dotyczą też opłat pobieranych przez firmy brokerskie, przekraczając – zależnie od firmy – porównywalne opłaty np. w Niemczech o ok. 0.1-0.3 pp., a także opłaty pobierane przez samą GPW i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW). Ogólnie UKNF podaje, że wskaźnik kosztowości warszawskiego parkietu wynosi ok. 3.91 bps przekraczając znacznie analogiczne wielkości dla Euronextu, czy giełdy istambuńskiej, choć zarazem plasując się na podobnym poziomie co Deutsche Borse lub giełda ateńska. Generalnie większe giełdy regionalne w Europie mają niższe opłaty za handel

<sup>2</sup> Podobnych obserwacji dokonują także Bitner, Bukowski i Siedlecka w raporcie WiseEuropa pt. „Poryw i flauta – jak giełda napędza gospodarkę” (2016).

i wyższe koszty post-tradingu niż GPW, która nie wyróżnia się na ich tle bardzo negatywnie z wyjątkiem liderów takich jak Euronext. Znacznie wyższe koszty ponoszą natomiast uczestnicy giełd o małej płynności takich jak giełda czeska czy rumuńska.



**Rysunek 5. Opłaty od aktywów w funduszach akcji oraz wskaźnik kosztowności całego rynku**

Źródło: UKNF

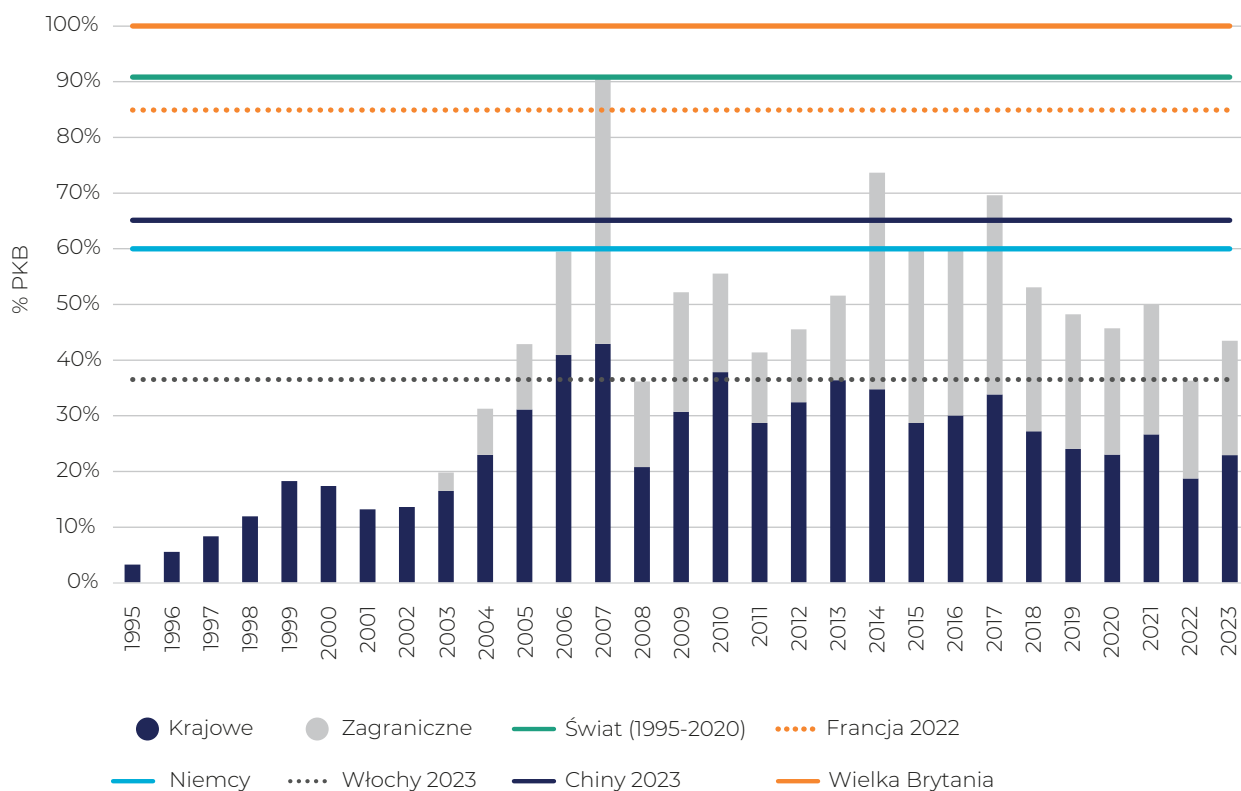
## 2.3 Korzyści dla gospodarki

Jednym z głównych źródeł wzrostu gospodarczego na świecie jest ucieleśniony w kapitale postęp techniczny. Bezprecedensowa poprawa standardu życia, jakiego cywilizacja ludzka doświadczyła na przestrzeni ostatnich dwustu lat, nie byłaby możliwa nie tylko bez innowacji, ale i bez wcielania ich w życie dzięki powstawaniu nowych firm i rozbudowie aktywności dotychczasowych. Gospodarki rynkowe finansują swoje potrzeby rozwojowe inwestując w nowy kapitał wytwórczy. Korzystają przy tym zwykle z czterech głównych źródeł: oszczędności wewnętrznych (reinwestowanych zysków przedsiębiorstw), bezpośrednich inwestycji zagranicznych (oszczędności zewnętrznych), finansowania dłużnego kredytem bankowym oraz oszczędności gospodarstw domowych, w których alokacji pomagają rynki kapitałowe.

W tym kontekście, giełda papierów wartościowych czy – szerzej – cały rynek kapitałowy odgrywają kluczową rolę, będąc nie tylko miejscem wymiany aktywów finansowych, ale także ważnymi instytucjami wspierającymi wzrost gospodarczy dzięki finansowaniu najbardziej produktywnych przedsięwzięć gospodarczych. Pierwszą i podstawową funkcją rynku kapitałowego jest bowiem mobilizacja kapitału na rzecz najbardziej produktywnych przedsięwzięć gospodarczych. Przez emisję akcji na giełdzie, przedsiębiorstwa zyskują dostęp do relatywnie

taniego finansowania ekspansji rynkowej i prac badawczo-rozwojowych. Zarazem kluczową funkcją giełd jest wspomaganie efektywnej alokacji zasobów. Rynki papierów wartościowych wspierają przenoszenie kapitału do najbardziej obiecujących i efektywnych projektów dzięki identyfikacji tych firm, które są najlepiej zarządzane i mają największy potencjał wzrostu. W ten sposób są one źródłem kapitału wysokiego ryzyka, niezbędnego dla przelewania się innowacji technicznych i organizacyjnych z laboratoriów i uniwersytetów do gospodarki.

Giełda spełnia tę rolę tym lepiej, im większy jest udział notowanych na niej aktywów w całkowitym kapitale danej gospodarki. Szczególnie wysoka relacja kapitalizacji głównych giełd krajowych do PKB jest w krajach anglosaskich, takich jak USA (ok. 150%) czy Wielka Brytania (ok. 100%). Nieco mniejszą relatywną kapitalizację ma giełda paryska (ok. 85%). Z kolei główne rynki Chin i Niemiec mogą pochwalić się kapitalizacją na poziomie 60%-70% PKB tych gospodarek. W przypadku GPW wskaźnik ten jest znacznie niższy, plasując się na poziomie ok. 40% charakterystycznym dla średnio rozwiniętych giełd regionalnych, takich jak giełda włoska. Zarazem ok. połowy tej wielkości przypada na spółki zagraniczne notowane w Warszawie, a więc rola GPW w finansowaniu podmiotów krajowych jest jeszcze mniejsza. Co więcej, w związku z małą liczbą i niewielkim wolumenem IPO oraz stabilizacją liczby podmiotów notowanych na niej w ostatniej dekadzie wielkość kapitalizacji polskiego rynku relatywnie do całej gospodarki nie rośnie. Jest to sytuacja niepokojąca, szczególnie wyraźnie wskazująca na rozminięcie się między deklarowanym wsparciem dla rozwoju GPW przez czołowych polskich polityków a realiami rynku, który rośnie co najwyżej tak szybko, jak cała gospodarka, i to pomimo tego, że jego udział w kapitale ogółem jest niewielki – w porównaniu do innych krajów OECD.



**Rysunek 6. Kapitalizacja GPW na tle kapitalizacji innych rynków europejskich**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW i OECD

Niska kapitalizacja GPW do PKB jest swoistym wskaźnikiem niskiego priorytetu, jaki rozwój lokalnego rynku kapitałowego ma dla polskiej polityki gospodarczej. KNF skupiona jest przede wszystkim na sektorze bankowym, przez co w zakresie potrzeb instytucji rynku kapitałowego jest niedoinwestowana zasobowo i organizacyjnie. Jako nadzorca skupia się głównie na pilnowaniu respektowania reguł i dbaniu o interes konsumentów, a w relatywnie małym stopniu aktywnie wspiera rozwój rynku kapitałowego. Jej kompetencje przeplatają się w tym zakresie z kompetencjami samej Giełdy oraz Ministerstwa Finansów. Wydaje się więc, że polskiemu rynkowi kapitałowemu brakuje jednoznacznego sternika nie tylko zainteresowanego rozwojem rynku i jego wzrostem w relacji do całej gospodarki poprzez większą liczbę debiutów giełdowych, częstsze IPO oraz ogólny wzrost wyceny notowanych na niej spółek, ale i zarazem posiadającego narzędzia dla takiego rozwoju.

Ponieważ głównymi inwestorami na rynkach akcji są fundusze emerytalne i inwestycyjne, to od ich rozwoju zależna jest w dużej mierze pomyślność poszczególnych rynków. Duża skala giełd w krajach zachodnich jest właśnie pochodną znacznej aktywności na niej krajowych inwestorów instytucjonalnych. Dlatego rozwój GPW w przyszłości w dużej mierze będzie od rozbudowy kapitałowej części systemu emerytalnego – w innej formie niż przed zmianami w OFE sprzed dekady, ale także możliwie powszechnej. Obok oszczędności emerytalnych na giełdę – by ta się rozwijała – muszą jednak trafiać także środki gospodarstw inwestowane z myślą o krótszym horyzoncie czasowym. Potrzebna jest więc popularyzacja inwestycji giełdowych za pośrednictwem TFI czemu sprzyjać powinny możliwie niskie koszty zarządzania oraz preferencje podatkowe dla tej formy oszczędzania.



## Rekomendacje

Nr	Wniosek	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia	Klasa rekomendacji
1.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rozwój giełdy wymaga w nowych okolicznościach politycznych aktualizacji ram strategicznych, w jakich funkcjonuje polski rynek kapitałowy i uzupełnienie ich o jasne priorytety rozwojowe.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Aktualizacja Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego</b> obejmująca włączenie do niej wątków koncentrujących się ściśle na wzroście gospodarczej roli GPW poprzez wzrost liczby debiutów, IPO oraz relacji kapitalizacji spółek giełdowych do PKB.</li> </ul>	Ministerstwo Finansów	Aktualizacja dokumentu z roku 2019 pt. „Strategia rozwoju rynku kapitałowego”	2024-2025	Rekomendacja strategiczna
2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rozwój giełdy wymaga jasno określonego gospodarza w postaci dedykowanej państwowej instytucji zajmującej się nadzorem nad rynkiem kapitałowym.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Rozdzielenie funkcjonalne</b> UKNF na część poświęconą rynkowi kapitałowemu oraz część poświęconą reszcie sektora finansowego. Część poświęconą rynkowi kapitałowemu powinna dysponować budżetem umożliwiającym jej wykonywanie zadań w sposób adekwatny do nowego zakresu obowiązków, w którym powinna znaleźć się troska o rozwój GPW jako kluczowego mechanizmu finansującego rozwój polskich firm w zgodzie z zapisami SRRK.</li> </ul>	Ministerstwo Finansów	Zmiany ustawowe	2024-2025	Rekomendacja operacyjna
3	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rozwój giełdy wymaga rozwoju części kapitałowej systemu emerytalnego i jej jasnego rozdzielenia od części repartycyjnej.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Jasne zdefiniowanie systemowej roli <b>dobrowolnego filara kapitałowego</b> jako filara służącego umożliwieniu elastycznego kształtowania aktywności zawodowej osób po 60. roku życia w tym przejścia na częściową lub całkowitą emeryturę wcześniejszą w zgodzie z indywidualnymi preferencjami.</li> </ul>	Kancelaria Premiera i Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	Strategia demograficzna państwa	2024-2025	Rekomendacja strategiczna
4	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gospodarka skorzysta na reformach emerytalnych, jeśli nowa część kapitałowa systemu będzie powszechna. By tak się stało musi być ona maksymalnie prosta, a przez to zrozumiała dla Polaków tak, by uczestnictwo w niej było masowe.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Integracja OFE, IKZE i IKE w jeden produkt</b> funkcjonujący na zasadach analogicznych do IKE – produkt ten byłby skierowany do wszystkich, w tym do rolników indywidualnych i przedsiębiorców. OFE uległyby likwidacji, a ich aktywa zostałyby przekazane do IKE.</li> <li><b>Integracja PPE i PPK w jeden produkt</b> funkcjonujący na zasadach analogicznych do PPK – produkt ten byłby skierowany do pracowników etatowych.</li> </ul>	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	Ustawa	2024-2025	Rekomendacja operacyjna
5.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rynek kapitałowy i gospodarka skorzystają na reformach emerytalnych, o ile część kapitałowa systemu stanie się atrakcyjniejsza finansowo dla większości Polaków od innych – alternatywnych form oszczędzania – w tym zwłaszcza inwestycji w nieruchomości. Dotychczasowe reformy burzyły zaufanie do państwa jako gwaranta prywatnych oszczędności emerytalnych, co także przekłada się na niską partycypację.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Atrakcyjne warunki podatkowe</b> zarówno samego procesu przekształceń (zmiana OFE i IKZE w IKE oraz PPE w PPK byłaby nieopodatkowana) jak i oszczędzania w całym filarze kapitałowym (brak podatku od zysków kapitałowych niezależnie od formy wypłaty oszczędności).</li> <li><b>Elastyczne warunki oszczędzania</b> w filarze kapitałowym ułatwiające decyzję o przystąpieniu do niego przedsiębiorcom, rolnikom, lepiej zarabiającym pracownikom najemnym, w tym osobom po 40. roku życia. Możliwość elastycznego składkowania (roczny limit równy 12-krotności średniego wynagrodzenia), możliwość zawieszania składki, zmiana skali itp.</li> </ul>	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	Ustawa	2024-2025	Rekomendacja operacyjna
6	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rynek kapitałowy potrzebuje nowych spółek oraz wycofania się Skarbu Państwa z uczestnictwa w rynku jako współwłaściciela. Zarazem pożądane jest zachowanie kluczowych spółek, w których dziś większość funkcjonalną ma Skarb Państwa w rękach krajowych.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Uwłaszczenie obywateli na ich majątku poprzez prywatyzację</b> większości SSP notowanych już na GPW oraz większości pozostałych SSP poprzez giełdę przy użyciu przekształconych funduszy emerytalnych (OFE+IKE+IKZE oraz PPE i PPK), tak by większość udziałów w nich została w rękach instytucji krajowych.</li> <li>W okresie przejściowym <b>zmiany polityki własnościowej i corporate governance w SSP</b> poprzez zaprzestanie praktyk uderzających w wycenę notowanych na giełdzie spółek w wyniku działań preferujących Skarb Państwa kosztem akcjonariuszy mniejszościowych.</li> </ul>	Ministerstwo Aktywów Państwowych	IPO, działania nadzorcze	2024-2026	Rekomendacja operacyjna
7	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mimo postępów w tym zakresie w ostatnich kilku latach barierą dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce pozostają relatywnie wysokie koszty inwestowania ponoszone przez inwestorów. Ich zmniejszenie wymaga działań skierowanych zarówno do uczestników rynku (TFI, instytucje brokerskie, fundusze emerytalne) jak i samej GPW.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Przekształcenie GPW w spółkę infrastrukturalną</b> na podobieństwo KDPW, której zadaniem nie będzie zarabianie dla jej akcjonariuszy lecz rozwój samego rynku we współpracy ze zreformowanym nadzorem finansowym. W nowej formie instytucjonalnej GPW miałyby za zadanie uczynienie z niej najtańszego rynku w Europie dla inwestorów i emitentów</li> </ul>	Ministerstwo Finansów Giełda Papierów Wartościowych S.A.	Ustawa, zmiany własnościowe	2025	Rekomendacja operacyjna
8	<ul style="list-style-type: none"> <li>Koncentracja na atrakcyjności rynku dla inwestorów, tak by preferować ich napływ na rynek po latach dekonjunkury, podnieść wyceny akcji i tą drogą zachęcić „nowe” spółki do IPO a „stare” do SPO.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Zawieszenie na 3 lata podatku Belki od zysków kapitałowych</b> (ale także od lokat bankowych, aby przynajmniej częściowo zrekompensować gigantyczny podatek inflacyjny ostatnich lat) oraz maksymalizacja benefitów podatkowych dla emitentów, w tym zachęty do wypłat dywidend kwartalnych.</li> <li>Szeroka dostępność analityki notowanych spółek finansowana przez spółki infrastrukturalne (GPW, KDPW) w celu zmiany w strukturze wagi SSP na korzyść firm prywatnych.</li> </ul>	Ministerstwo Finansów Giełda Papierów Wartościowych S.A.		2025-2028	Rekomendacja operacyjna



## Spis rysunków

<b>Rysunek 1.</b> Zmiany głównych indeksów GPW na tle wzrostu gospodarczego w Polsce	6
<b>Rysunek 2.</b> Liczba nowych debiutów oraz spółek wycofywanych z notowań na GPW	9
<b>Rysunek 3.</b> Struktura inwestorów na Głównym Rynku akcji GPW (w proc.)	12
<b>Rysunek 4.</b> Liczba rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych (w tys.)	13
<b>Rysunek 5.</b> Opłaty od aktywów w funduszach akcji oraz wskaźnik kosztowności całego rynku.	14
<b>Rysunek 6.</b> Kapitalizacja GPW na tle kapitalizacji innych rynków europejskich.	15



## Fundacja WiseEuropa

WiseEuropa to niezależny think-tank, specjalizujący się w makroekonomii, polityce gospodarczej, europejskiej i zagranicznej.

Misją WiseEuropa jest poprawa jakości polityki krajowej i europejskiej oraz środowiska gospodarczego poprzez oparcie ich na rzetelnych analizach ekonomicznych i instytucjonalnych, niezależnych badaniach oraz ocenach oddziaływania polityki na gospodarkę. Instytut angażuje obywateli, przedsiębiorców, ekspertów oraz twórców polityk publicznych z kraju i zagranicy we wspólną refleksję na temat modernizacji Polski i Europy oraz ich roli w świecie. Celem WiseEuropa jest działanie na rzecz aktywnej i zaangażowanej roli Polski w otwartym, zrównoważonym, demokratycznym rozwoju Europy. W centrum działalności WiseEuropa jest pobudzanie i inspirowanie debaty publicznej na temat przyszłości Polski i Europy.

[www.wise-europa.eu](http://www.wise-europa.eu)



16 marca 2023 roku, podczas Polskiego Kongresu Klimatycznego, Fundacja WiseEuropa otrzymała tytuł Lidera Transformacji Energetycznej 2023. W składzie kapituły konkursowej, przyznającej tę nagrodę, zasiadali przedstawiciele Polskiego Kongresu Klimatycznego, Krajowej Agencji Poszanowania Energii oraz Agencji Rozwoju Przemysłu.



## Fundacja Przyjazny Kraj

Fundacja Przyjazny Kraj to powołana w 2013 roku przez prywatnych fundatorów organizacja pozarządowa, która w celach statutowych ma m.in. prowadzenie badań i analiz dotyczących systemów regulacyjnych i ekonomicznych, promowanie wolności gospodarczej i rozwoju przedsiębiorczości, działalność edukacyjną, podejmowanie działań wspierających rozwój aktywności obywatelskiej i społecznej, wzrost efektywności działania instytucji państwowych i samorządowych. Raporty, analizy, publikacje oraz wydarzenia Fundacji znajdują się na stronie [przyjaznykraj.pl](http://przyjaznykraj.pl).

[www.przyjaznykraj.pl](http://www.przyjaznykraj.pl)



Programem **Ekonomia i Polityka Gospodarcza** WiseEuropa bada zjawiska gospodarcze zachodzące w Polsce oraz ich wpływ na dobrobyt obywateli. Wykorzystując możliwości, jakimi dysponujemy w dziedzinie analiz makroekonomicznych, staramy się dostarczać, m.in. decydentom, wiedzy na temat skutków prowadzonych przez nich polityk oraz rozwiązań instytucjonalnych. Proponujemy alternatywne rozwiązania istotnych problemów, dopasowane do potrzeb polskiej gospodarki i społeczeństwa.

Polecamy publikacje:

*EMERYTURY WOLNOŚCI. Jak ukształtować przyszły system emerytalny z korzyścią dla emerytów i gospodarki?*

*WINDFALL TAX. Podatek od zysków nadzwyczajnych i jego wpływ na gospodarkę*

*WZBURZONE FALE. Procesy dezinflacyjne i perspektywy wzrostu*