

## RECENZJA PUBLIKACJI

### **Bezpieczeństwo i stabilność systemu finansowego. Perspektywa makro-i mikroekonomiczna.**

**Iwona Dorota Czechowska, Joanna Stawska & Radosław Witczak**  
Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

---

**Edyta Rutkowska-Tomaszewska\***

Recenzowana monografia naukowa dotyczy niezwykle istotnego i wciąż aktualnego dla prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego, zwłaszcza w rzeczywistości pokryzysowej, zagadnienia bezpieczeństwa i stabilności systemu finansowego. Jej atutem jest perspektywa spojrzenia na badaną w niej problematykę, która rozpatrywana jest z perspektywy makro- i mikroekonomicznej z uwzględnieniem aspektów teoretycznych i praktycznych. Taka perspektywa spojrzenia i prezentowania problematyki bezpieczeństwa i stabilności systemu finansowego jest nie tylko słuszna oraz konieczna, ale także przez to nowatorska i nieujmowana dotychczas w literaturze zarówno ekonomicznej, jak i prawniczej. Wybór problemu badawczego należy zatem uznać za trafny i doniosły nie tylko dla teorii, ale także dla praktyki, zwłaszcza w obszarze bankowości, finansów, polityki ekonomicznej, polityki gospodarczej, a w jej ramach polityki fiskalnej i pieniężnej, bezpieczeństwa ekonomicznego państwa oraz bezpieczeństwa rynku finansowego, a w jego ramach bezpieczeństwa i ochrony konsumenta.

W recenzowanej monografii naukowej wskazano, że bezpieczeństwo finansowe jest wypadkową wielu wzajemnie powiązanych komponentów, na które oddziałują liczne czynniki. Jego elementami składowymi jest bezpieczeństwo finansowe państwa, a w jego ramach: bezpieczeństwo fiskalne i monetarne, bezpieczeństwo obrotu gospodarczego wraz z systemem podatkowym, a także bezpieczeństwo rynku finansowego i ochrona konsumenta. Taki sposób spojrzenia na problem bezpieczeństwa i stabilności systemu finansowego odzwierciedla w pełni struktura monografii.

Całe spektrum poruszanych w monografii zagadnień szczegółowych i sposobu ich prezentacji wskazuje na to, że Autorzy postawili sobie niełatwe zadanie, aby tak ogromny zakresowo i treściowo obszar badawczy przedstawić

---

\* Doktor hab., prof. UWr, Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii, Uniwersytet Wrocławski

z jednej strony kompleksowo, a z drugiej strony – zgrabnie i komunikatywnie (w przejrzysty i wyczerpujący sposób, nie pomijając istotnych problemów, bez nadmiernej szczegółowości). Każde z badanych zagadnień stanowiących części składowe bezpieczeństwa i stabilności systemu finansowego może być przedmiotem odrębnego opracowania monograficznego. Autorzy, w składzie dobrze dobranym do badanej problematyki, jej różnorodności i perspektywie badawczej wywiązali się z niełatwego zadania i zrealizowali postawione cele badawcze, a także udowodnili postawione tezy. Niewątpliwie recenzowana monografia znacznie wzbogaca dorobek nauk ekonomicznych, gdyż w polskiej literaturze przedmiotu przeważają publikacje dotyczące bezpieczeństwa finansowego w wąskim ujęciu – w odniesieniu do bezpieczeństwa, poszczególnych sektorów rynku finansowego lub klientów instytucji finansowych. Publikacje poświęcone bezpieczeństwu rynku finansowego, czy też stabilności systemu finansowego nie prezentują analizowanego zagadnienia tak całościowo, jak czyni to recenzowana monografia. Z tych powodów, stanowi ona nowatorskie i oryginalne ujęcie badanej problematyki, na tle innych prac z zakresu dyscypliny ekonomia i finanse.

Analiza treści monografii pozwala na stwierdzenie, że zaprezentowany przez Autorów sposób podejścia do problemu bezpieczeństwa systemu finansowego jest wieloaspektowy i wielowątkowy. Przedstawianie badanej problematyki w sposób holistyczny jest rzadko spotykane w literaturze, co należy uznać za walor recenzowanej monografii. Poza tym, wyróżnia ją zawartość faktograficzna i walory poznawcze, zarówno w zakresie wykorzystanych materiałów źródłowych i ich umiejętą interpretację, jak i jego bogactwo oraz zdyscyplinowany, przejrzysty i konsekwentny sposób prezentacji.

W recenzowanej monografii wyeksponowano kwestie związane z bezpieczeństwem i stabilnością finansową. Nowatorskim podejściem jest odniesienie się do kwestii bezpieczeństwa z jednej strony w skali makro, a z drugiej w skali mikro w odniesieniu do różnych elementów systemu finansowego – polityki pieniężnej i monetarnej, ochrony konsumenta, a także wybranych elementów systemu podatkowego. Warto podkreślić, że w książce podjęto ważny wątek pandemii COVID-19 i jej wpływ na stabilność systemu finansowego w kontekście polityki pieniężnej i monetarnej, co niewątpliwie należy uznać za jej atutów i świadczy o innym, niż dotychczas, spojrzeniu na tę problematykę.

W opracowaniu zastosowano różne metody badawcze w zależności od badanego obszaru systemu finansowego w kontekście jego wpływu na bezpieczeństwo i stabilność finansową, w tym krytyczną analizę literatury i aktów prawnych, analizę porównawczą, analizę statystyczną oraz analizę opisową.

Wyniki przeprowadzonych badań przedstawione zostały w przejrzysty sposób za pomocą licznych tabel, wykresów i schematów. Sam tekst, pomimo

tego, że zachowuje w pełni wysoko postawione wymogi w zakresie rygorów języka naukowego, jest przystępny również dla zwykłego czytelnika.

Podsumowując, recenzowana monografia prezentuje holistyczne, a przez to nowatorskie spojrzenie na problem bezpieczeństwa finansowego w kontekście bezpieczeństwa systemu finansowego poprzez wieloaspektową analizę oraz wskazanie na jego wielowymiarowe związki z całą gospodarką i społeczeństwem. Oceniam ją wysoko i uznaję za niezwykle wartościową, z uwagi na jej walory takie, jak: przejrzysta prezentacja interesujących badań, wzorcowy warsztat badawczy, komunikatywność, ale również zakres i perspektywę badawczą (mikro i makroekonomiczną) oraz wielowątkowość. Niewątpliwie, poszerza ona przez to dostępną wiedzę dotyczącą bezpieczeństwa finansowego i stabilności systemu finansowego, znacząco wypełniając występującą w tym obszarze lukę badawczą. Dotychczasowe krajowe publikacje naukowe z zakresu badanej problematyki obejmują głównie artykuły w czasopiśmie naukowych oraz rozdziały w monografiach i dotyczą najczęściej wybranych aspektów bezpieczeństwa finansowego, najczęściej rozumianego jako bezpieczeństwo i stabilność rynku finansowego.

### Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w I kwartale 2022 r.

---

**Artur Zimny\***

W I kw. 2022 r. dyżurnymi tematami stały się wojna na Ukrainie oraz dynamicznie rosnąca inflacja, ale wyniki polskich przedsiębiorstw niefinansowych za ten okres nie wykazywały jeszcze rosnącego ryzyka – przeciwnie, były wręcz bardzo optymistyczne. Po bardzo dynamicznych wzrostach przychodów ze sprzedaży, notowanych od wyjątkowo złego II kw. 2020 r. (wybuch pandemii, ogólny lockdown), przychody w I kw. 2022 r. co prawda nieco się obniżyły w stosunku do kwartału poprzedzającego, ale starsze lata pokazują, że jest to typowe zjawisko sezonowe. W porównaniu do analogicznego kwartału rok wcześniej (I kw. 2021 r.) przychody te były aż o 31,5% wyższe, a realnie czyli po uwzględnieniu inflacji (już wysokiej, bo prawie 10-procentowej, licząc rok do roku) wzrost ten wyniósł 19,8%. Jest to co prawda mniej, niż rekord na poziomie 24,5% w II kw. 2021 r., ale wynikał on z wyjątkowo niskiej, pandemicznej bazy (II kw. 2020 r.). Tym razem baza była „solidna”, a mimo to wzrost sprzedaży był prawie równie wysoki. Podobnie dobra była w I kw. 2022 r. rentowność obrotu przedsiębiorstw niefinansowych – wskaźnik wyniósł 6,1%, utrzymując wysoki poziom odnotowywany w trakcie roku 2021. Rentowność obrotu za ostatnie cztery kwartały wyniosła 5,8% i była najwyższa od co najmniej 15 lat. Należy podkreślić, że wskaźnik ten nie jest zniekształcany przez inflację. Wyniki te potwierdzają wskaźniki dla całej gospodarki, zwłaszcza odnotowywane ostatnio wysokie tempo wzrostu PKB – po uwzględnieniu sezonowości i inflacji było to aż 11% w II kw. 2021 r., 6,1% w III kw. 2021 r., 8,0% w IV kw. 2021 r. oraz 9,2% w I kw. 2022 r. Oczywiście należałoby zbadać, na ile jest to „zdrowy” wzrost wynikający z konsumpcji i inwestycji, a nie pompowany przez wydatki rządowe i przyrosty stanu zapasów, niemniej jednak liczby robią wrażenie.

Zarządzanie kapitałem obrotowym i płynnością w I kw. 2022 r. należy ocenić bardzo dobrze. Cykl obrotu zapasami w czasie pandemii wydłużył się o kilka dni, ale już w połowie 2021 r. wrócił do nieco ponad 35 dni i pozostaje stabilny. Natomiast cykl inkasa należności, który zaraz po wybuchu pandemii wynosił ok. 44 dni, regularnie się skraca i za ostatnie cztery kwartały (na I kw. 2022 r. kończąc) wyniósł już 40 dni, przy czym należności w tym okresie wzrastały. Oznacza to, że wzrost sprzedaży był bardziej dynamiczny, co należy ocenić jako bardzo korzystne dla firm. Efektem tych zmian była poprawa wskaźnika płynności

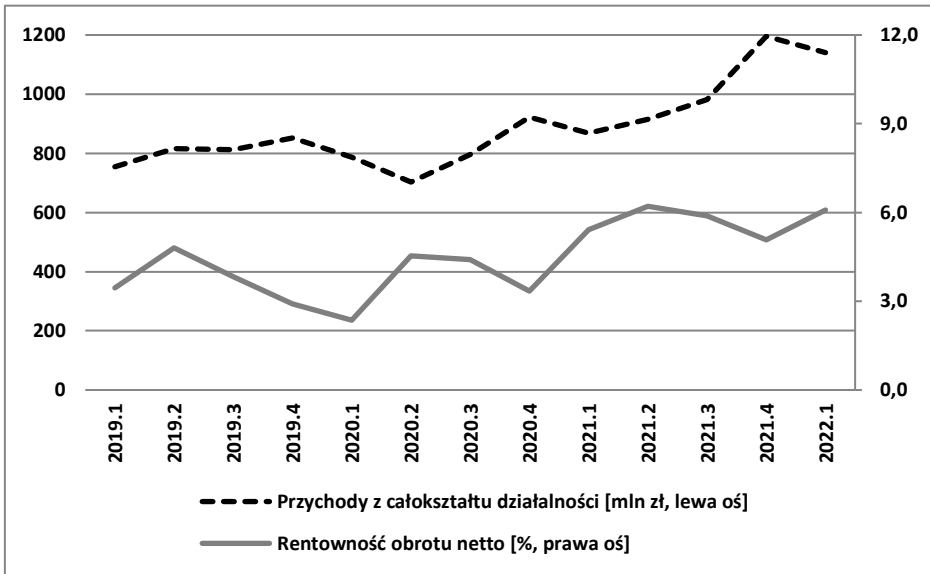
---

\* Doktor, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

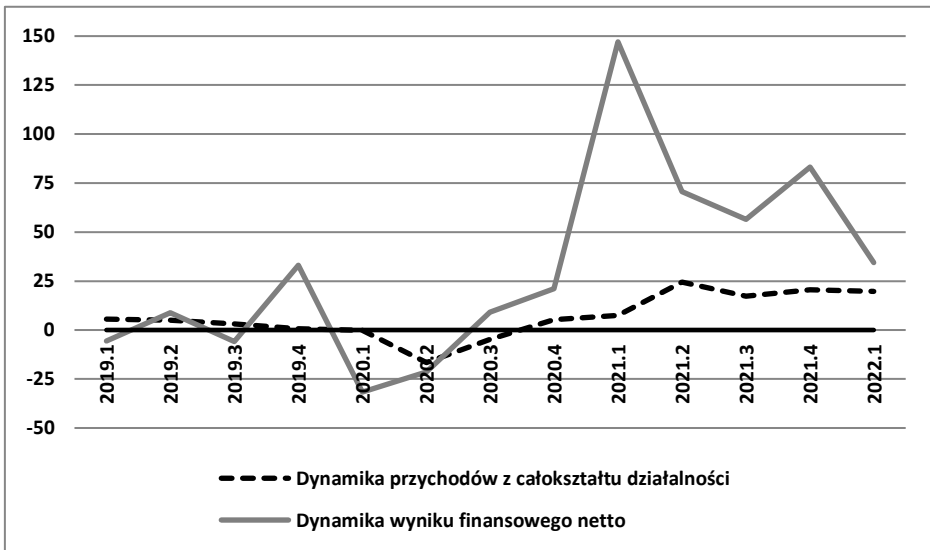
podwyższonej, który co prawda już od początku 2020 r. utrzymywał się powyżej poziomu 100%, ale w wyniku wzrostów na koniec I kw. 2022 r. osiągnął wartość 108%. Niewielkiej obniżce uległa natomiast płynność gotówkowa, która z poziomu nieco ponad 44% spadła do poziomu nieco poniżej 43%. Może to jednak oznaczać, że firmy przestały akumulować gotówkę i zaczęły ją angażować w inwestycje, spodziewając się dobrych warunków rozwoju w kolejnych latach. Potwierdza to analiza dynamiki inwestycji, która od początku 2021 r. ponownie była dodatnia, a w ostatnich czterech kwartałach, choć nieco malejąca, utrzymywała się ciągle powyżej 10% rok do roku. Wzrost inwestycji o 10,4% w I kw. 2022 r. w porównaniu z I kw. 2021 r., kiedy gospodarka zaczynała się już otrząsać z pierwszego szoku pandemicznego, a dynamika inwestycji była już dodatnia, należy uznać za dobry wynik.

Wyniki poszczególnych branż są, jak zazwyczaj, dość mocno zróżnicowane. Główna gałąź polskiej gospodarki, tj. przetwórstwo przemysłowe, wykazała w I kw. 2022 r. wysoką dynamikę sprzedaży rok do roku (34%) i dość wysoką rentowność obrotu za ostatnie cztery kwartały (wzrosła ona do 6,3%), przy w miarę stabilnej płynności i relatywnie wysokiej dynamice inwestycji (przrost o 17,6% rok do roku). Ogromny, bo aż o ponad 82%, wzrost sprzedaży wykazała energetyka, utrzymując przy tym nadal dość wysoką rentowność obrotu (prawie 7%), ale jej płynność w I kw. 2022 r. wzrosła, a tempo inwestycji pozostaje ujemne (-8% w stosunku do I kw. 2021 r.), co sugeruje wysoką ostrożność zarządców spółek energetycznych w podejmowaniu decyzji rozwojowych. W budownictwie dynamika sprzedaży spadła, a wynik finansowy w I kw. 2022 r. był o 25% niższy niż rok wcześniej. Rentowność tej branży za ostatnie cztery kwartały spadła niewiele i pozostaje najwyższa spośród 5 głównych branż, wynosząc 7,3%. Płynność branży była stabilna i dobra, ale najbardziej rzucającym się w oczy sygnałem prognostycznym jest ujemna dynamika inwestycji – w I kw. 2022 r. były one w budownictwie aż o 32% niższe niż rok wcześniej, co było zdecydowanie najgorszym wynikiem wśród 5 największych branż. Dynamika sprzedaży w handlu wyniosła 21%, a rentowność nieco wzrosła, ale tradycyjnie pozostaje najniższa wśród branż (3,6%). Podobnie wyglądają wskaźniki płynności w handlu, które wyraźnie spadły, zapewne z powodu angażowania płynnych środków w inwestycje, których dynamika dla tej branży była najwyższa spośród 5 branż – nakłady w handlu wzrosły w I kw. 2022 r. o 33% w porównaniu do nakładów rok wcześniej. Dynamika sprzedaży w branży transportowej była analogiczna jak w handlu (21%), natomiast rentowność, po ostatnich wzrostach, niewiele wyższa (4,2%), a płynność pozostaje stabilna i wysoka (najwyższa spośród 5 badanych branż). Wzrost nakładów inwestycyjnych w transporcie w I kw. 2022 r. był znikomy, były one prawie identyczne jak rok wcześniej.

Jak wspomniano, dobre wyniki w I kw. 2022 r. pokazywały wysoką dynamikę rozwoju polskich przedsiębiorstw niefinansowych, a inwazją Rosji na Ukrainę nie odbiła się na nich w znaczący sposób. Należy jednak pamiętać, że nastąpiła ona dopiero pod koniec lutego, więc tylko przez 1/3 kwartału polskie firmy pracowały ze świadomością wojny za południowo-wschodnią granicą. Dopiero wyniki w II kw. 2022 r. pokazują, że konflikt oddziałuje na polską gospodarkę, który w najbardziej bezpośredni i dotkliwy sposób odczuwalne jest w postaci dynamicznej inflacji, choć nie tylko. Wojna ta ma wpływ na międzynarodowy rynek żywności (Ukraina to jeden z największych producentów zbóż) oraz energii (ze względu na podaż surowców energetycznych z Rosji). Żywność i energia to podstawowe dobra dla społeczeństw, dlatego konflikt ma tak inflacyjno-geny charakter. Do tego dochodzą czynniki lokalne, w Polsce – zbyt późna reakcja w postaci podniesienia stóp procentowych oraz państwowe wsparcie antyinflacyjne, które jest de facto jak gaszenie pożaru benzyną (a ta, jak wiadomo, mocno drożeje). Do rosnących kosztów paliw i trudności w energetyce należy dołączyć jeszcze drożący kredyt, utrudniający inwestycje i utrzymanie płynności. Polskie firmy kolejny raz nie mają łatwych warunków do prowadzenia swojej działalności. Potwierdzają to Wskaźniki Ogólnego Klimatu Konjunktury Gospodarczej (WOKKG), które od III kw. 2020 r. (zaraz po wybuchu pandemii) dla głównych branż ciągle są ujemne, ale w połowie 2021 r. były bardzo bliskie zera, a dla transportu nawet dodatnie. Od tego czasu ponownie mocno spadły, najniższy poziom odnotowano w marcu 2022 r., czyli zaraz po inwazji. Wskaźnik dla przetwórstwa przemysłowego spadł wówczas do wartości –16, dla budownictwa do –20, dla handlu do –13 i dla transportu do –15. Przez kolejne trzy miesiące następowała stopniowa poprawa, ale nadal wskaźniki te są mocno „poniżej kreski” (odpowiednio –13, –16, –6 i –6). Podobnie interpretowany jest wskaźnik PMI, który od rekordowego poziomu 59,4 w czerwcu 2021 r. spadał z krótkim okresem ożywienia pod koniec 2021 r., spadł w maju 2022 r. do poziomu 48,5, czyli poniżej wartości 50, oddzielającej przewagę przewidywań optymistycznych (wartości powyżej) od przeważającego pesymizmu (wartości poniżej). Fala uchodźców, jaka napłynęła do naszego kraju z Ukrainy, to ogromny, bliski nam językowo i kulturowo potencjał, zarówno po stronie popytu na dobra i usługi, jak i podaży pracy, której ostatnio brakuje na rodzimym rynku. Potencjał ten należy jednak mądrze zagospodarować. Patrząc jednak na reformę zwaną Polskim Ładem oraz na pomysły, które mają pomóc w walce z inflacją – trudno być optymistą.

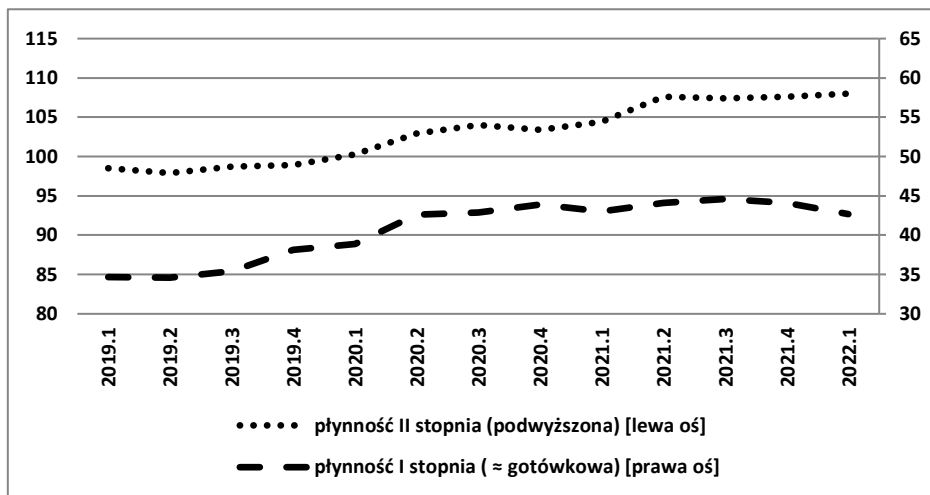


Wykres 1. Kwartalne wyniki przedsiębiorstw niefinansowych w mln PLN ceny bieżące  
 Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.



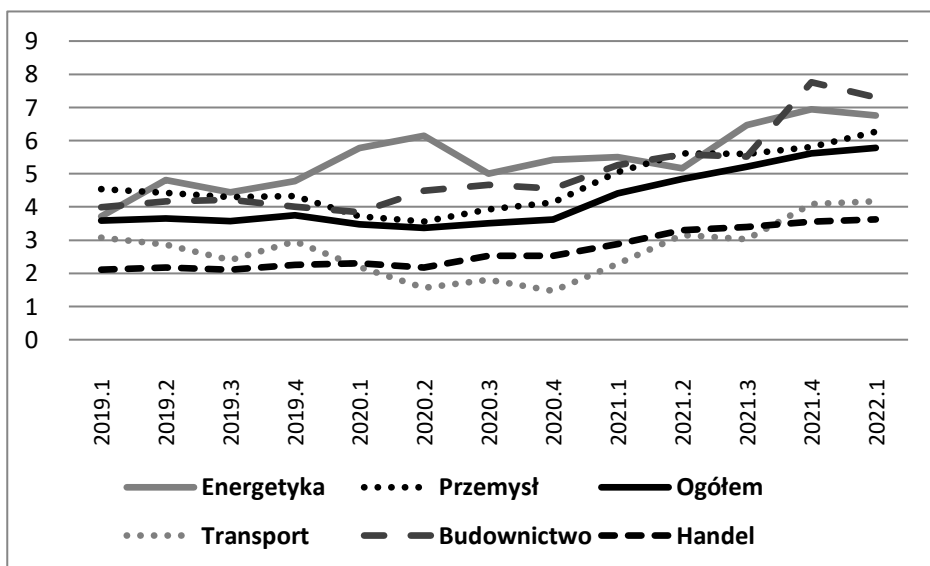
Wykres 2. Dynamika wyników kwartalnych [zmiana w % w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego] urealniona o wskaźnik CPI  
 Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

## DODATEK KWARTALNY



Wykres 3. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych w %

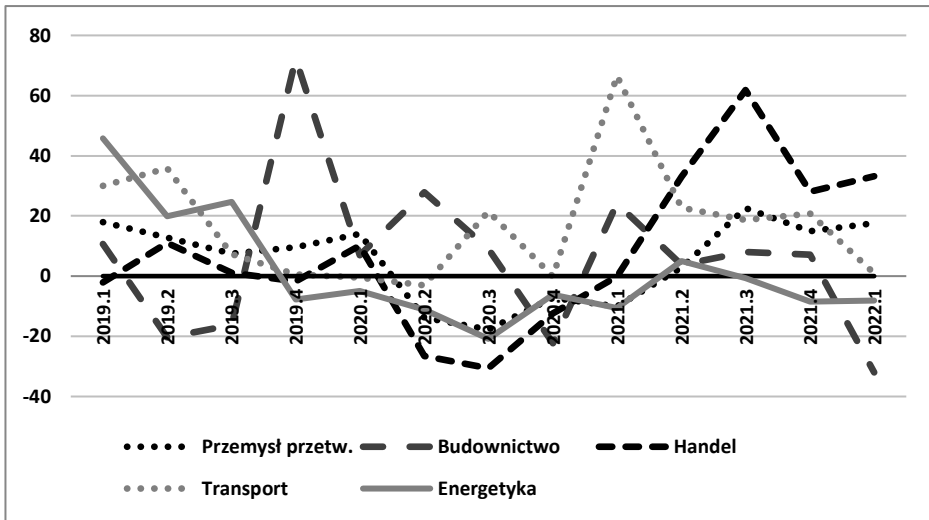
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.



Wykres 4. Rentowność obrotu netto za ostatnie 4 kwartały w %

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.





Wykres 5. Dynamika nakładów inwestycyjnych [zmiana w % w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.