

**Wystąpienie Przewodniczącego KNF podczas XXIII Konferencji Rynku Kapitałowego
Izby Domów Maklerskich
„Uczestnicy rynku kapitałowego wobec wyzwań współczesnej gospodarki”
2 marca 2023 r.**

Szanowni Państwo,

flagowa konferencja Izby Domów Maklerskich w Bukowinie jest jednym z najważniejszych wydarzeń dla polskiego rynku kapitałowego. Korzystając z możliwości wygłoszenia wystąpienia otwierającego tę konferencję, chciałbym zwrócić uwagę na zagadnienie budzące duże zainteresowanie, a zarazem bardzo istotne dla rynku kapitałowego.

Chodzi o kwestie związane z zadaniami szeroko rozumianej sfery publicznej w gospodarce i akceptowalnymi granicami oddziaływania państwa na procesy w niej zachodzące.

Z jednej strony chodzi o właściwe zrozumienie zadań i roli państwa oraz poznanie ich skali, w tym także w zestawieniu z innymi gospodarkami. Ważne, aby odpowiednie parametry dotyczące polskiej gospodarki widzieć na tle analogicznych parametrów dla innych gospodarek. Pozwala to przywrócić właściwą perspektywę, co jest istotne zwłaszcza mając na względzie nierzadko polityczny kontekst debaty publicznej dotyczącej aktywnej roli państwa w gospodarce. Zdarza się, że w debacie tej względy polityczne przesłaniają aspekty merytoryczne lub wręcz same fakty, a krytyka aktywności gospodarczej państwa pomija trendy globalne, wyraźnie widoczne na innych rynkach.

Z drugiej strony, ważne jest zidentyfikowanie kluczowych szans, wyzwań, w tym czynników ryzyka, które wiążą się z aktywną rolą państwa w gospodarce. Chodzi o to, żeby zapewnić odpowiednią gospodarczą efektywność działań państwa oraz żeby działania te zawsze realizowane były z poszanowaniem zasad *fair play* na rynku, na którym współwystępują podmioty związane właścicielsko lub organizacyjnie z państwem oraz podmioty czysto prywatne.

Wierzę, że wszystkim interesariuszom procesów gospodarczych w kraju chodzi o zachowanie stabilności obrotu, zrównoważony wzrost i zdrowe fundamenty polskiej gospodarki. Mając to na uwadze należy jednak wyraźnie podkreślić, że wszelkie formy oddziaływania w tej sferze, niezależnie od intencji, realizowane muszą być w granicach obowiązującego prawa i z poszanowaniem ducha fundamentalnych dla rynku standardów oraz zasad postępowania wobec wszystkich interesariuszy – zarówno wobec podmiotów prywatnych, jak i związanych właścicielsko lub organizacyjnie z państwem.

W moim wystąpieniu chciałbym zasygnalizować kilka wątków i przemyśleń z tym związanych, zapraszając Państwa jednocześnie do dalszej dyskusji, która toczyć się będzie zapewne zarówno w panelach tegorocznej konferencji, jak i w jej kuluarach.

W rozwiniętej, efektywnie funkcjonującej współczesnej gospodarce rynkowej państwo, jako sprawny uczestnik ekosystemu życia gospodarczego, pełni kluczowe funkcje, które warto przypomnieć:

alokacyjną – polegającą na korygowaniu rynkowej alokacji zasobów w gospodarce przez ich przyporządkowanie do wykonywania konkretnych zadań publicznych (społecznych, gospodarczych),

redystrybucyjną – łagodzenie nierówności społecznych wynikających z różnej wielkości dochodów,

regulacyjną – tworzenia i utrzymywania przez państwo warunków uczciwej konkurencji w gospodarce,

oraz tak widoczną w trakcie nawiedzających świat kryzysów: funkcję stabilizacyjną. Funkcja stabilizacyjna to łagodzenie skutków trudności pojawiających się okresowo w gospodarce przez odpowiednią politykę fiskalną i monetarną w celu utrzymania stabilności cen i wzrostu gospodarczego.

Formuła zaangażowania państwa w gospodarkę zmienia się w czasie. Ostatecznie funkcjonujący model państwa w gospodarce zależny jest zarówno od uwarunkowań lokalnych wynikających z konkretnej sytuacji politycznej i gospodarczej, jak też od procesów globalnych wpływających na uwarunkowania lokalne.

Jednym z mierzalnych czynników wskazujących na skalę zaangażowania państwa w gospodarkę jest wielkość wydatków rządowych, często określana jako procent produktu krajowego brutto (PKB) danego kraju. Znamienne jest, że historycznie w okresach trudnych z punktu widzenia globalnego, np. w okresach trwania światowych konfliktów zbrojnych, udział wydatków państwa liczony jako procent PKB gwałtownie wzrasta. W czasie II wojny światowej państwa mobilizowały zasoby zwiększając produkcję i zatrudnienie w przemyśle, głównie zbrojeniowym. Przykładowo, udział wydatków rządowych w Wielkiej Brytanii w latach 1940 – 1946 wzrósł gwałtownie z 30% do ok. 70%, by następnie spaść do ok. 40%. Podobna sytuacja miała miejsce w USA, gdzie wzrost wydatków rządowych w okresie II wojny światowej osiągnął poziom ok. 50% by następnie spaść do poziomu ok. 20%.

Kryzysy – finansowy z lat 2008-2009 oraz pandemiczny z lat 2019-2020 – i wynikające z nich działania rządowe ingerujące w gospodarkę, dodatkowo wzmocnione działaniami zmierzającymi do globalnej transformacji energetycznej, to najważniejsze procesy w skali globalnej, które odpowiadają za wzrost roli państwa w gospodarce w XXI wieku. Istotnym dodatkowym czynnikiem jest agresja Rosji na Ukrainę, której kolejna odsłona przybrała otwartą, zbrojną postać w lutym 2022 r.

Skala zaangażowania państw w funkcjonowanie gospodarki rośnie. Widać to w odniesieniu do największych gospodarek europejskich na podstawie danych publikowanych przez Eurostat. Udział wydatków rządowych (liczony, jako procent PKB) w okresie 2018 -2021 w Niemczech wzrósł z 43,1% do 51,3%. Podobnie we Francji w analogicznym okresie wydatki rządowe

osiągnęły poziom 59,0% wzrastając z poziomu 55,6%. W Polsce odnotowano wzrost z 41,4% do 44,2%.

Patrząc z perspektywy całej unijnej gospodarki, wartość rządowych pakietów stymulacyjnych w związku z kryzysem finansowym w 2008 roku, osiągnęła 1,5% unijnego PKB, natomiast w przypadku pierwszej fazy pandemii COVID-19 było to już 11%.

Transformacja energetyczna oraz realizacja celów klimatycznych wymagają wielomiliardowych inwestycji. Z kolei rosyjskie działania, mające na celu odzyskanie strefy wpływów w obszarze Europy Środkowo-Wschodniej i wynikające stąd zagrożenie, mobilizuje państwa i społeczność międzynarodową do zwiększonych nakładów na zbrojenia. To niewątpliwie przyczyni się do zwiększenia wydatków rządowych, a tym samym ich wzrostu mierzonego udziałem w PKB.

Oddziaływanie rządów na gospodarkę może być odzwierciedlone nie tylko przez wartość wydatków rządowych. Innym, nie mniej istotnym, parametrem jest wartość akcji i udziałów kontrolowanych przez rząd oraz agencje rządowe, przy czym wartość ta również często podawana jest jako udział względem wartości PKB. Przytaczając Eurostat, szacuje się, że w Polsce udział ten nie przekracza 12% PKB, a w wartościach bezwzględnych wynosi ok. 80 mld EUR. W przypadku Niemiec wskaźnik ten wynosi ok. 20%, a we Francji jest to już ok. 27%, co w liczbach bezwzględnych daje wartości nieco poniżej 700 mld EUR, czyli prawie dziesięciokrotnie więcej niż w Polsce. Co więcej w przypadku Niemiec i Francji, widać wyraźny trend wzrostowy, gdyż udziały te w okresie 2008-2009 kształtowały się na poziomie ok. 13% PKB (Niemcy) oraz ok. 21% (Francja). W Polsce daje się zauważyć wręcz trend odwrotny: od roku 2009 r. wartość akcji i udziałów kontrolowanych przez rząd wyraźnie spadła z ok. 23% PKB do ok. 12%.

Oddziaływanie rządów na gospodarkę, w kontekście kontrolowania akcji i udziałów w podmiotach gospodarczych, jest ściśle powiązane z funkcjonowaniem tzw. instytucji rozwoju. Prowadzą one programy, finansowane ze środków publicznych, wspierające długoterminowy rozwój gospodarczy kraju, w tym np. inwestycje infrastrukturalne, innowacje, rozwój przedsiębiorczości, ochronę środowiska, wsparcie eksportu i inwestycji zagranicznych. Instytucje rozwoju działają w większości krajów na świecie. W Unii Europejskiej najczęściej są to banki rozwoju, takie jak: niemiecka Grupa KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau), francuska Grupa CDC (Caisse des Dépôts et Consignation), włoska Grupa CDP (Cassa Depositi e Prestiti). W Polsce system instytucji rozwoju tworzą: Bank Gospodarstwa Krajowego, Polski Fundusz Rozwoju (PFR) oraz instytucje skupione wokół PFR tj.: Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Korporacja Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych Spółka Akcyjna, Polska Agencja Inwestycji i Handlu Spółka Akcyjna, Agencja Rozwoju Przemysłu Spółka Akcyjna.

Zaangażowanie państwa w gospodarkę przejawia się nie tylko w odniesieniu do udziału w strategicznych obszarach takich jak energetyka, ale także znajduje odzwierciedlenie w systemie finansowym, w szczególności w segmencie bankowym. Obszar Europy Środkowo-Wschodniej historycznie miał silne państwowe instytucje finansowe – będące pozostałością systemów monobankowych, które działały w naszym regionie w czasie sowieckiej hegemonii

w tym obszarze. W latach 90. XX wieku, w ramach transformacji gospodarczej, wiele z tych instytucji państwowych zostało sprywatyzowanych i znalazły się pod kontrolą zagranicznych inwestorów strategicznych. Część dużych banków pozostała jednak nadal pod kontrolą państwa. Po roku 2000, udział państwa w instytucjach bankowych ponownie zaczął rosnąć. Aktywa banków kontrolowanych przez państwo zwiększały się prawie dwukrotnie szybciej niż w przypadku banków kontrolowanych przez prywatny kapitał. W większości krajów wysokorozwiniętych banki kontrolowane przez państwo odgrywały mniejszą rolę, jednak światowy kryzys finansowy pogłębił tendencję zwiększania zaangażowania państwa w tym segmencie. Istotną rolę w działaniach ratunkowych w czasie kryzysu finansowego odegrały banki centralne oraz państwo, jako główny koordynator procesów gospodarczych.

Przykładem zaangażowania państwa, mającego na celu ratowanie banków w wyniku kryzysu z lat 2008-2009, są działania w odniesieniu do niemieckiego sektora bankowego. Sztandarowym przykładem jest tu Commerzbank, którego 25% (plus jeden) udziałów przejął za 1,8 miliarda euro Państwowy Fundusz Stabilizacji Rynku Finansowego, zapewniając dodatkowe 8,2 miliarda euro w cichych udziałach, które przejął rząd. Do dziś państwo ma ok. 15,6% udziałów Commerzbanku. Innym spektakularnym działaniem rządu Niemiec jest nacjonalizacja Hypo Real Estate Holding GmbH (HRE).

Spojrzenie na strukturę właścicielską kapitału (udział w aktywach) sektora bankowego w Polsce pokazuje, że na koniec listopada 2022 r., udział Skarbu Państwa wynosił 47,8%, kapitału zagranicznego 43,4%, natomiast polskiego kapitału prywatnego 8,9%. W Polsce, państwo kontroluje sektor bankowy bezpośrednio lub przez spółki takie banki jak: PKO Bank Polski (29,4%), Bank Pekao (udział PZU i PFR łącznie 32,8%), Alior Bank, Bank Poczty, BOŚ Bank oraz będący częścią systemu instytucji rozwoju, w całości należący do Skarbu Państwa, Bank BGK.

Wpływ państwa na sektor bankowy przejawia się nie tylko wartością udziałów, ale również innymi działaniami podejmowanymi przez państwo w odniesieniu do systemu finansowego. Banki centralne, działające w ramach wiodących systemów monetarnych (FED, EBC, Bank of Japan i inne), prowadziły i prowadzą operacje skupu aktywów nakierowane na realizację celów prorozwojowych oraz politycznych, bo jak inaczej określić można np. wsparcie udzielane przez EBC zadłużonym krajom strefy Euro?

Zwiększenie skali działania państw pociąga za sobą wyższe koszty i potrzebę zaciągania pożyczek – w tym celu państwa emitują papiery skarbowych, które nabywane są głównie przez banki. Skutkiem takich działań, obserwowanym w większości jurysdykcji, jest duży udział skarbowych (bądź gwarantowanych przez państwo) obligacji w bilansach banków, ale nie tylko, bo również i zakładów ubezpieczeń. Wprawdzie europejskie przepisy ostrożnościowe przyznają papierom skarbowym nabywanym przez instytucje pewne przywileje, ale nie może ująć uwadze nadzoru swoiste splecenie się losów sektora finansowego oraz standingu państw, prowadzące do znacznego wzajemnego uzależnienia. Osłabienie banków mogłoby spowodować niemożność absorpcji nowej porcji długu publicznego, co zachwiać może

płynnością i wypłacalnością sektora publicznego i z kolei dodatkowo osłabić instytucje. W finansach, dla podkreślenia ryzyka sprzężeń zwrotnych, używa się wręcz określenia „spirala śmierci”, co zdaje się brzmieć jak poważna przestroga.

Podsumowując, państwo odgrywa szczególną rolę w kształtowaniu i realizacji celów strategicznych dla gospodarki. Wiele z tych celów nie zostałoby efektywnie zrealizowanych wyłącznie w oparciu o wysoce zliberalizowany system ekonomiczny. W odniesieniu do prywatnych przedsiębiorstw priorytetem na ogół jest maksymalizacja zysków w krótkim czasie. Realizacja przez państwo strategicznych celów na ogół zakrojona jest na bardzo dużą skalę, a jej wykonanie przewidziane jest na wiele lat. Aktualnie największymi wyzwaniem, z jakimi muszą zmierzyć się gospodarki całego świata, jest transformacja energetyczna oraz potrzeba rozbudowy potencjału obronnego w oparciu w dużej mierze o własne zdolności wytwórcze, czyli w istocie reindustrializacja. Realizacja tych celów nie oznacza przy tym zamrożenia, trwającego praktycznie od zawsze, wyścigu technologicznego, a także w obszarze konsumpcji i jakości życia.

Należy realistycznie założyć, że tak w przypadku Polski, jak i innych państw, udział państwa w gospodarce będzie w najbliższym czasie rósł. Pułapką takiego modelu rozwoju, aż za dobrze znaną krajom przechodzącym transformację z systemu socjalistycznego do kapitalistycznego, jest utrata efektywności alokacji zasobów i wykorzystania kapitału. To sprawia, że niezbędne jest wdrożenie w podmiotach gospodarczych, także tych kontrolowanych przez rząd, powszechnie przyjętych i uznanych reguł funkcjonowania przejawiających się w przestrzeganiu zasad ładu korporacyjnego oraz egzekwowania ich równo od wszystkich uczestników życia gospodarczego.

Na koniec przejdę więc do kwestii mającej fundamentalne znaczenie z punktu widzenia rynku kapitałowego. Rosnące zaangażowanie rządu w gospodarkę, szczególnie w odniesieniu do udziałów kontrolowanych przez państwo, w kontekście ich efektywnego wykorzystania, wymaga, żeby działania zarządcze przeprowadzane były w maksymalnie efektywny sposób. Jednym z najważniejszych elementów wpływających na efektywne wykorzystanie tych zasobów jest przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego. Ład korporacyjny to zbiór reguł odnoszący się do funkcjonowania przedsiębiorstw, przeważnie działających w formie spółek kapitałowych. Istnieje wiele źródeł tych zasad. Jednymi z pierwszych były zasady nadzoru korporacyjnego OECD, przyjęte w 1999 roku i nowelizowane w 2004 oraz 2015 roku. Historia zasad ładu korporacyjnego w Polsce sięga co najmniej roku 2001, kiedy to powstał Komitet Dobrych Praktyk. Najnowsza regulacja z tego obszaru to „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2021”. Warto zauważyć, że zasady ładu korporacyjnego są ciągle udoskonalane, czego wyrazem mogą być trwające prace nad wdrożeniem dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju.

W związku z istotną rolą państwa w gospodarce, zasadom ładu korporacyjnego przypada kluczowe znaczenie. Z punktu widzenia rynku kapitałowego i nadzoru nad nim – ale także nad całym rynkiem finansowym – powinny być one traktowane także jako systemowe

zabezpieczenie przeciwdziałające dyskryminującym zachowaniom sektora kontrolowanego przez władze publiczne w starciu konkurencyjnym z podmiotami o strukturze własności prywatnej. Istotnym elementem wpisującym się w ideę przestrzegania zasad ładu korporacyjnego oraz równości konkurencji jest efektywny nadzór nad całym systemem finansowym, również w sytuacji, gdy udział państwa w tym systemie będzie znaczący.

Dlatego tak ważne jest, że nadzór finansowy rozumie tendencje i procesy związane z aktywnym udziałem państwa w gospodarce, w tym w rynku finansowym oraz rozumie ryzyka z tym związane i zarządza nimi w ramach swojego ustawowego mandatu. Nadzór finansowy musi bowiem stać – i stoi – na straży regulacji rynku finansowego, w tym prawa rynku kapitałowego oraz zasad ładu korporacyjnego. Chodzi o to, aby z jednej strony – pozwalać gospodarce osiągać korzyści związane z aktywną rolą państwa, wspierać bezpieczny, zrównoważony rozwój gospodarki korzystającej ze stabilnych fundamentów wzrostu a z drugiej – żeby zarządzać czynnikami ryzyka z tym związanymi, tak aby negatywne scenariusze dla rynku kapitałowego nigdy się nie zrealizowały.