



# Siła napędowa czy hamulec rozwoju?

Rola spółek Skarbu Państwa  
w kontekście kryzysu COVID-19

Sierpień 2020

## Spis treści

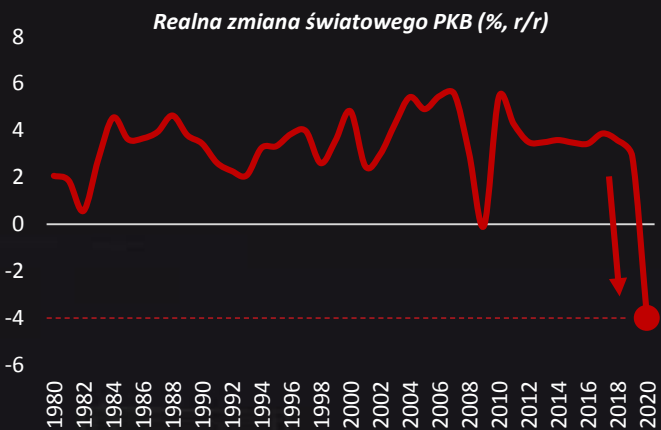
- 5** | **Wyzwania gospodarcze czasów pandemii i odpowiedź państwa**
- 10** | **Sektor przedsiębiorstw państwowych – doświadczenia globalne**
- 22** | **Spółki pod nadzorem Skarbu Państwa – profil działalności i sytuacja finansowa**
- 33** | **Stabilizująca rola spółek państwowych w dobie kryzysu**
- 45** | **Wnioski na przyszłość**

# Kluczowe wnioski z raportu

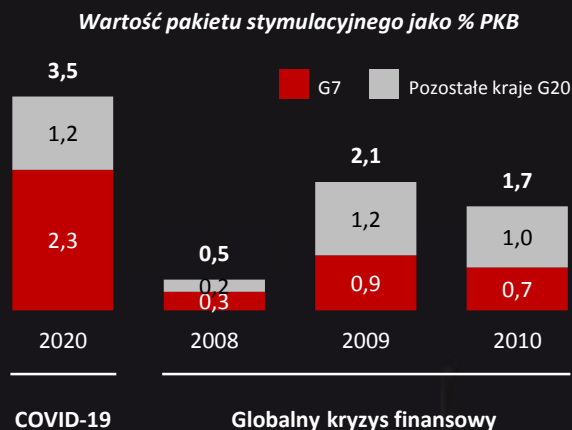
## 1 Bezprecedensowe spowolnienie gospodarcze skutkuje bezprecedensową skalą wsparcia gospodarek krajowych na całym świecie

Wybuch i walkę z pandemią koronawirusa globalna gospodarka opłaca historyczną recesją...

... a jej wielowymiarowy charakter wymusza na rządach państw spektakularne działania pomocowe



Źródło: IMF, OECD, Bank Światowy, Analizy Pekao



Źródło: IMF, Analizy Pekao



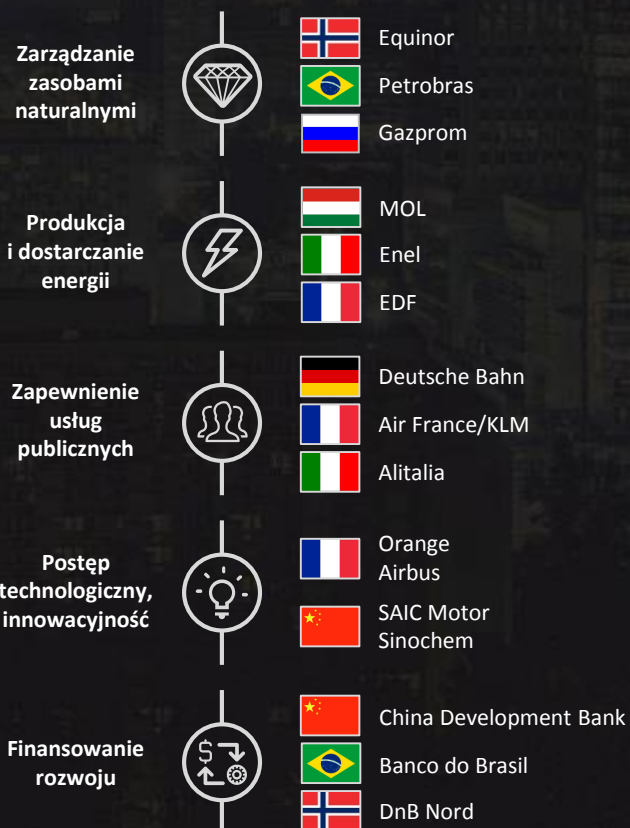
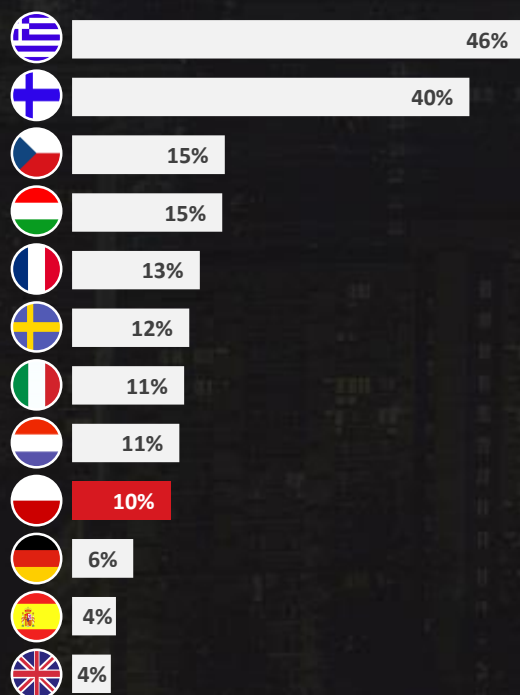
Spółki państwowe, obok szerokiego instrumentarium działań antykrzysowych w skali makro, jednym z najważniejszych narzędzi oddziaływania na gospodarkę na poziomie mikro

## 2 Doświadczenia globalne pokazują, że własność państwowa w gospodarce jest powszechna i pod wieloma względami potrzebna

W wielu krajach rola firm państwowych jest znacząca, często znacznie większa niż w Polsce...

...zwłaszcza ze względu na koncentrację ich aktywności w strategicznych obszarach gospodarki

*Wartość firm z udziałem państwa w relacji do PKB, 2015*



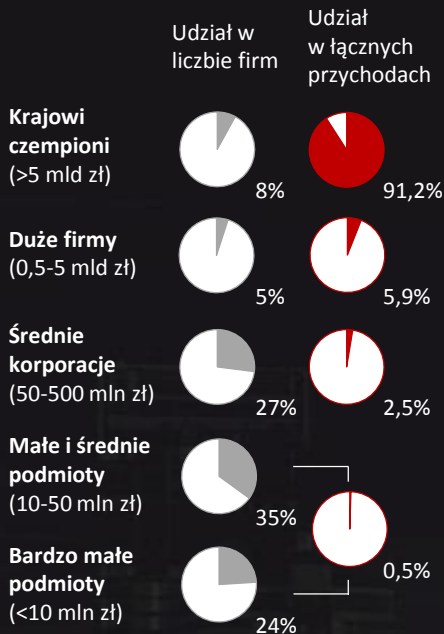
Źródło: OECD, Eurostat, Analizy Pekao

3

## Trzon polskich spółek państwowych stanowią silne kapitałowo, zyskowe i dynamicznie rozwijające się koncerny

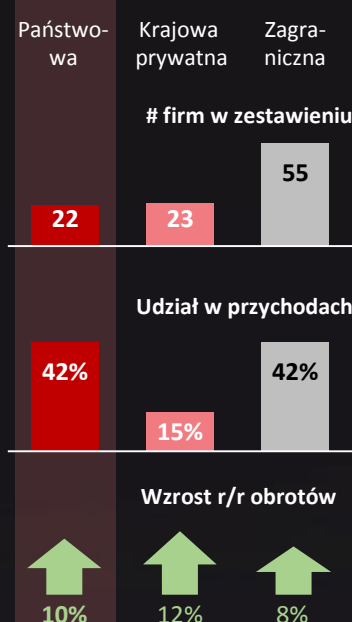
Portfel spółek Skarbu Państwa jest bardzo zróżnicowany – wielkościowo i jakościowo

Rozkład firm państwowych wg przedziału obrotów



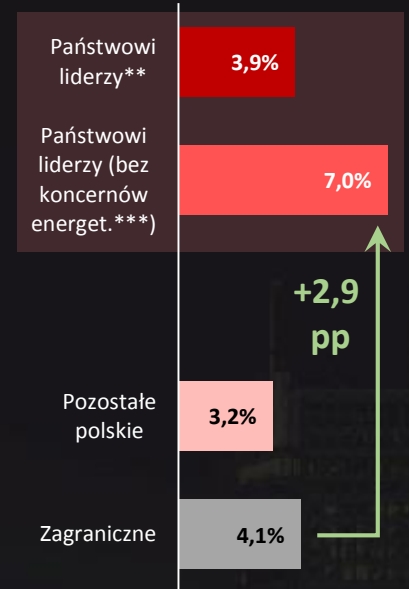
Największe, strukturalnie silne spółki SP stanowią przeciwwagę dla koncernów zagranicznych...

TOP 100 polskich firm pod względem przychodów w 2019 r. wg dominującego kapitału



...a ponadto mogą się pochwalić solidnymi wynikami finansowymi

Zyskowność netto dużych przedsiębiorstw\* w Polsce, 2019 r.



\* o liczbie pracujących powyżej 249 osób wypełniających sprawozdania F-01. Zyskowność netto rozumiana jako relacja wyniku netto do przychodów \*\* Grupy kapitałowe o skonsolidowanych przychodach >10 mld PLN (PKN Orlen, PGE, PGNiG, Lotos, KGHM, Azoty, Energa, Enea, Tauron PE, PZU, PKO BP) \*\*\* bez PGE, Energa, Tauron PE i Enea  
Źródło: Ministerstwo Aktywów Państwowych, Bisnode, „Lista 500” Rzeczypospolitej, PONTinfo, Analizy Pekao

4

## Firmy państwowe pełnią szczególną, stabilizującą rolę w czasie kryzysów

- ✓ Stabilność działania strategicznych obszarów gospodarki kraju
- ✓ Ważne źródło dochodów podatkowych
- ✓ Duży i pewny pracodawca
- ✓ Ciągłość finansowania gospodarki
- ✓ Kontynuacja wielkoskalowych inwestycji infrastrukturalnych
- ✓ Platforma ekspansji zagranicznej
- ✓ Wsparcie kultury i rozrywki

Nakłady inwestycyjne spółek Skarbu Państwa notowanych na GPW



5

## Pożądane kierunki zmian sektora firm państwowych w przyszłości

Ukierunkowanie działalności państwowych „czempionów” na wsparcie rozwoju nowoczesnej gospodarki:

- Inwestycje w zaawansowane technologie
- Większa współpraca z ośrodkami badawczo-rozwojowymi i sektorem prywatnym
- Zwiększona aktywność M&A na rynkach zagranicznych

Podniesienie efektywności działania pozostałych spółek państwowych

- Poszukiwanie synergii w drodze dalszej konsolidacji sektora SSP
- Spójność z celami polityki gospodarczej
- Uwolnienie od części celów społecznych
- Stworzenie bodźców motywujących do poprawy produktywności
- „Korporatyzacja” spółek, centralizacja zarządzania

Źródło: Informacje finansowe spółek, Analizy Pekao

# 1 Wyzwania gospodarcze czasów pandemii i odpowiedź państwa



Rok 2020 w gospodarce to rok gigantycznych niespodzianek, bezprecedensowo głębokiej recesji oraz szybkiej i kompleksowej odpowiedzi państwa. Najgłębszy od dekad spadek globalnego PKB to efekt uboczny środków zaradczych przyjętych w walce z COVID-19, a pomoc państwa ma przyspieszyć odbicie gospodarcze i zapobiec masowym upadkom przedsiębiorstw i bezrobociu. W tych staraniach państwa dysponują całym katalogiem instrumentów, od bezpośredniego zarządzania posiadany i kontrolowany przez siebie majątkiem (pomoc selektywna i w skali mikro), aż po rozmaite instrumenty polityki fiskalnej i monetarnej (pomoc powszechna i w skali makro).

## Kilka słów o roli państwa w gospodarce

Niezależnie od detali porządku prawnego i instytucjonalnego oraz od rezultatów wyboru publicznego, państwo pozostaje jednym z najważniejszych graczy w każdej gospodarce. Co więcej, jego rola nie maleje w miarę rozwoju gospodarek, a największe i najbardziej rozwinięte gospodarki świata nie muszą być tymi, gdzie królują zasady *laissez faire*.

Tradycyjna analiza instytucjonalna uplasowuje rolę państwa na dwóch płaszczyznach: (1) sfery dominium i (2) sfery imperium. Pierwsza z nich dotyczy sytuacji, w których państwo występuje w roli właściciela i zarządcy, oddziałując na stosunki gospodarcze bezpośrednio poprzez zarządzane przez siebie aktywa trwałe i działania państwowej osoby prawnej – Skarbu Państwa. Do tej sfery należy zaliczyć również kontrolowane przezeń podmioty, w których Skarb Państwa jest udziałowcem większościowym lub mniejszościowym. Druga z poniższych płaszczyzn dotyka stanowienia prawa i ustalania reguł postępowania dla innych podmiotów środkami prawnymi, administracyjnymi i karnymi, których przestrzeganie jest wymuszone przez szczególną rolę państwa jako monopolisty w dziedzinie przymusu. W obydwu przypadkach ostatecznym zadaniem w tych sferach jest kształtowanie stosunków gospodarczych i osiąganie określonych ekonomicznych celów.

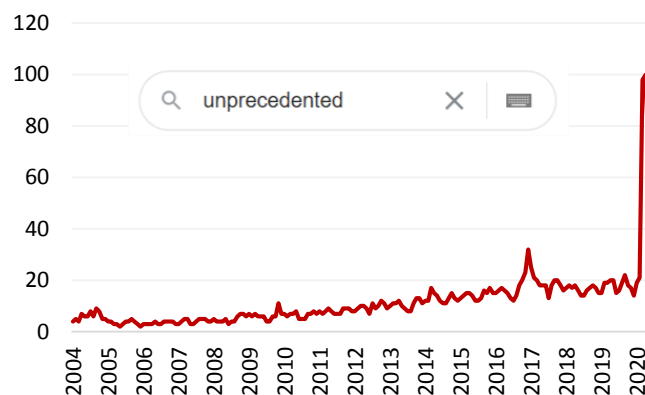
W wielu krajach państwo pozostaje w tle i w żadnej wysoko rozwiniętej gospodarce nie stanowi dominującego elementu (mierzone wydatkami wszystkich instytucji rządowych i samorządowych, stanowi ponad połowę gospodarki tylko we Francji). **Szczególna rola państwa w gospodarce ujawnia się często w okresach kryzysowych. Wynika to zarówno z jego cech, jak i z możliwości prowadzenia polityki antycyklicznej, tj. ukierunkowanej na łagodzenie skutków recesji i przyspieszenie powrotu gospodarki na ścieżkę długookresowego wzrostu.**

### Recesja – przyczyny, przebieg, prognozy

Na temat bezprecedensowości obecnej recesji powiedziano już wiele słów – nawet popularność samego słowa „bezprecedensowy” jest sama w sobie bezprecedensowa. Aby zrozumieć, dlaczego tak jest, musimy się cofnąć o kilka miesięcy. Na początku roku konsensus wśród prognozujących zakładał przyspieszenie wzrostu gospodarczego na świecie po poprzednim roku, naznaczonym słabością światowego

Rys. 1

### Częstotliwość wyszukiwania słowa *unprecedented* („bezprecedensowy”)



Źródło: Google (dane dla całego świata)

przemysłu i pierwszymi od 2009 r. spadkami wolumenów handlu zagranicznego. W przypadku Polski cykl wydatkowania środków unijnych i schładzanie konsumpcji miały doprowadzić do łagodnego, ale kontrolowanego spowolnienia gospodarczego. **Pandemia COVID-19 wyrzuciła wszystkie scenariusze do góry nogami i wymusiła na obserwatorach życia gospodarczego i decydentach całkowitą zmianę myślenia o gospodarce.** Jednocześnie, rok 2020 złożył do grobu wiele też wcześniej dość często krążących w debacie publicznej na temat ekonomii – nikt nie sądzi już, że w przededniu recesji banki centralne nie dysponowały amunicją do walki z nią, zadłużanie się państw przestało być tabu, a ograniczenia polityczne dla działań antykryzysowych przestały mieć znaczenie.

Aby zrozumieć **rolę pandemii w przemianach gospodarczych, społecznych i mentalnych**, musimy pamiętać, że to nie pandemia jako taka ma negatywne skutki gospodarcze w krótkim i średnim okresie. To świadomie podjęta decyzja o poświęceniu części bieżącego dobrobytu w celu ograniczenia negatywnych skutków zdrowotnych. Co więcej, decyzja ta została podjęta w istotnym stopniu w sposób zdecentralizowany, przez samych konsumentów i firmy (wg zaleceń władz państwowych i ekspertów). Oznacza to **okrojenie konsumpcji przede wszystkim do dóbr i usług podstawowych, pracę zdalną, cięcia w wydatkach przedsiębiorstw, rezygnację z aktywności społecznej i zbiorowej, odwoływanie imprez zbiorowych, drastyczną redukcję w podróżowaniu** i efektywny koniec turystyki indywidualnej i zorganizowanej. Duża część obrotu gospodarczego musiała być zawieszona na wiele tygodni.

I jakkolwiek bezprecedensowa by obecna sytuacja nie była, przebieg cyklu koniunkturalnego okazał się być zaskakująco łatwy do prognozowania. Punkty zwrotne są bowiem znane: początek recesji w połowie marca, najniższy w cyklu poziom aktywności ekonomicznej w połowie marca, etc. Tempo, w jakim recesja objęła główne gospodarki, ma swoje odzwierciedlenie w tempie, w jakim ekonomiści rewidowali swoje prognozy. Aby porównać je z globalnym kryzysem finansowym z lat 2007-2008, sięgamy do bazy danych prognoz gromadzonej dla Stanów Zjednoczonych przez Wall Street Journal. Dziś już wiemy, że amerykańska gospodarka znajdowała się w recesji przez cały 2008 rok, jednak w samym 2008 nie była to wiedza powszechna. W istocie, większość ekonomistów nawet po upadku Lehman Brothers i oficjalnym ogłoszeniu recesji przez NBER szokująco wręcz nie doceniała skali załamania aktywności ekonomicznej. Nawet w grudniu 2008 r. szacowano, że wzrost PKB będzie oscylował w okolicy zera, a recesja będzie płytka. Dla porównania, rewizje prognoz w 2020 roku trwały ledwie dwa miesiące – w normalnej sytuacji to okamgnienie.

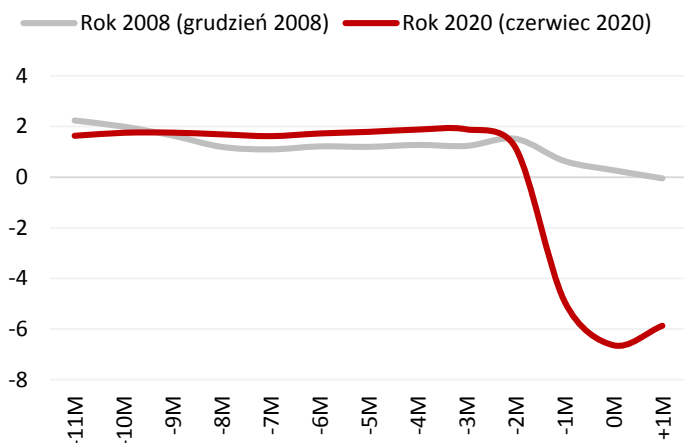
Pod wieloma względami, **obecna sytuacja to „suma wszystkich strachów”** czy też *perfect storm* – jeśli bowiem coś mogło pogłębić uderzenie pandemicznego szoku, to właśnie to zrobiło. **Po pierwsze, jego powszechność w przeciwieństwie do epizodów spowolnienia gospodarczego, jakie obserwowaliśmy**

**w poprzedzającej dekadzie** - szok okazał się być wspólny dla wszystkich głównych gospodarek. **Po drugie, orientacja sektorowa.** Lata 2018-2019 charakteryzowały się głęboką dekonunkturą w światowym przemyśle, przy zaskakującej odporności konsumpcji prywatnej i usług. Pandemia w pierwszej kolejności dotknęła właśnie tych branż, których dobra kondycja wcześniej chroniła główne gospodarki przed recesją. **Po trzecie, kaskadowość.** Rozprzestrzenianie się wirusa implikowało przesunięcie czasowe między największym nasileniem epidemii w różnych państwach i regionach. W konsekwencji, szczyty zachorowań są rozciągnięte w czasie, a kraje wcześniej wychodzące z epidemii muszą borykać się z mniejszym popytem zewnętrznym ze strony państw jeszcze w niej tkwiących.

**Dane o dużej częstotliwości, którymi dysponujemy, wskazują, że w kwietniu b.r. aktywność ekonomiczna w największych gospodarkach rozwiniętych kształtowała się na poziomie o 25-35% niższym niż normalny.** Zbieg wszystkich w/w czynników sprawia, że rok 2020 będzie rokiem największego spadku globalnego PKB od kilkudziesięciu lat. Prognozy największych instytucji międzynarodowych wahają się pomiędzy minus 3 a minus 5%. Co więcej, na tym etapie jakakolwiek prognoza całorocznego PKB jest obciążona licznymi błędami, związanymi z nieznaną skalą załamania w II kwartale, tempa odbicia, przebiegu epidemii i skuteczności różnorodnych programów pomocowych.

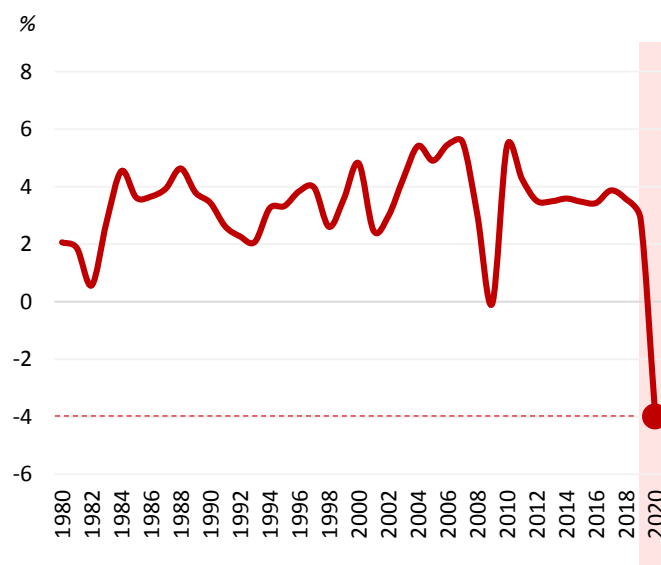
**Rys. 2** Dynamika zmian prognoz PKB w USA

Zmiana r/r w IV kwartale roku, średnie miesięczne wg miesięcy przed momentem oficjalnego ogłoszenia recesji przez NBER



Źródło: WSJ

**Rys. 3** Globalny wzrost PKB – historyczne prognozy



Źródło: IMF, OECD, Bank Światowy

## Polityka antykryzysowa

**Nadzwyczajne okoliczności wymagają nadzwyczajnych działań.** Współczesne gospodarki nie są w żadnym wypadku przystosowane i przygotowane do funkcjonowania na 2/3 zdolności – w wielu sektorach zresztą poziom aktywności wynosił w ostatnich tygodniach zero. Małe i średnie przedsiębiorstwa nie dysponują buforami płynnościowymi i niezbędnymi zapasami surowców oraz półproduktów. Wiele gospodarstw domowych nie ma dostatecznych oszczędności. Praktycznie każdy podmiot ekonomiczny musi ponosić koszty stałe funkcjonowania, które w warunkach lockdownu mogą być rujnujące. Tak jak niektóre naczynia krwionośne zapadają się bez przepływu krwi, tak zatrzymanie obiegu pieniądza w gospodarce prowadzi do załamania instytucjonalnego i organizacyjnego szkieletu, na którym zbudowano współczesne gospodarki. Brak jakiegokolwiek interwencji oznaczałby kaskadę upadłości i zwolnień pracowników, a tym samym bezprecedensową destrukcję kapitału rzeczowego, organizacyjnego i ludzkiego, która opóźniłaby ożywienie i stworzyła długofalowe problemy. **Jedynym podmiotem, który może w takiej sytuacji zaoferować wsparcie dla realnej gospodarki i podjąć niezbędne ryzyko, jest państwo.**

**Szybkość, z jaką prognozujący rozpoznali powagę problemu, ma swoje odzwierciedlenie w szybkości działania organów państwowych na całym świecie.** Ponownie możemy odwołać się tutaj do porównań z poprzednią dużą recesją. W latach 2007-2009 czas, jaki upłynął od formalnego początku recesji do implementacji różnego rodzaju działań pomocowych, można mierzyć w miesiącach. Bankom centralnym zejście z poziomem krótkoterminowych stóp procentowych i uruchomienie narzędzi niestandardowych zajęło kilkanaście miesięcy (w zależności od banku, od grudnia 2008 do kwietnia 2009 roku). Między wrześniem 2008 a marcem 2009 w większości krajów rozwiniętych uchwalono fiskalne pakiety stymulacyjne – ponownie, było to wiele miesięcy po faktycznym początku recesji. W Stanach Zjednoczonych ustawa ARRA (American Recovery and Reinvestment Act) została uchwalona w lutym 2009, w piętnastym miesiącu recesji. Dla porównania, **szybkość działania w 2020 była iście błyskawiczna. Większość banków centralnych obcięła stopy procentowe i uruchomiła nowe niestandardowe działania jeszcze przed końcem trzeciej dekady marca.** Amerykańska ustawa CARES (Coronavirus Aid, Relief and

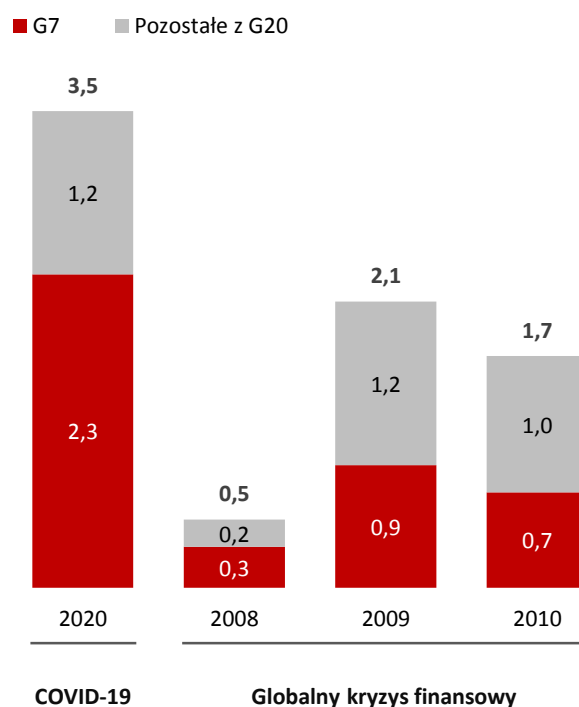
Economic Security Act) została uchwalona 27 marca, w pierwszym miesiącu recesji. Decyzje dotyczące analogicznych pakietów europejskich zapadały w podobnym czasie. Jest zatem jasne, że w 2020 roku potrzebę działania rozpoznano dużo szybciej. W przeciwieństwie do lat 2008-2009 obrazu nie zaciemniały niejasne i nieliniowe powiązania między sektorem finansowym a realną gospodarką. Było bowiem od samego początku oczywiste, jakiej skali spadek aktywności grozi wszystkim państwom. To sfera realna była od samego początku centrum kryzysu.

Nie powinno zaskakiwać w tym kontekście, że **również skala pomocy dla dotkniętych recesją gospodarek jest większa niż w poprzednim takim epizodzie.** Dotyczy to zarówno bezpośredniej ekspansji fiskalnej, jak i wszelkiego rodzaju pomocy płynnościowej i nefiskalnej. Pełne zaksięgowanie wszystkich ogłoszonych lub zaimplementowanych pakietów pomocowych wykracza dalece poza zakres tematyczny niniejszego raportu. Odnotujemy tylko, że **aktualny szacunek stymulacji fiskalnej przedstawiony przez MFW opiewa na 2,3% PKB krajów G-7 i 3,5% dla krajów G20.** Dla państw rozwiniętych to średnio 7,5% PKB, a dla wschodzących – 2% PKB.

Rys. 4

### Porównanie pakietów stymulacyjnych w głównych gospodarkach świata

Dane w % PKB gospodarek G20



Źródło: IMF



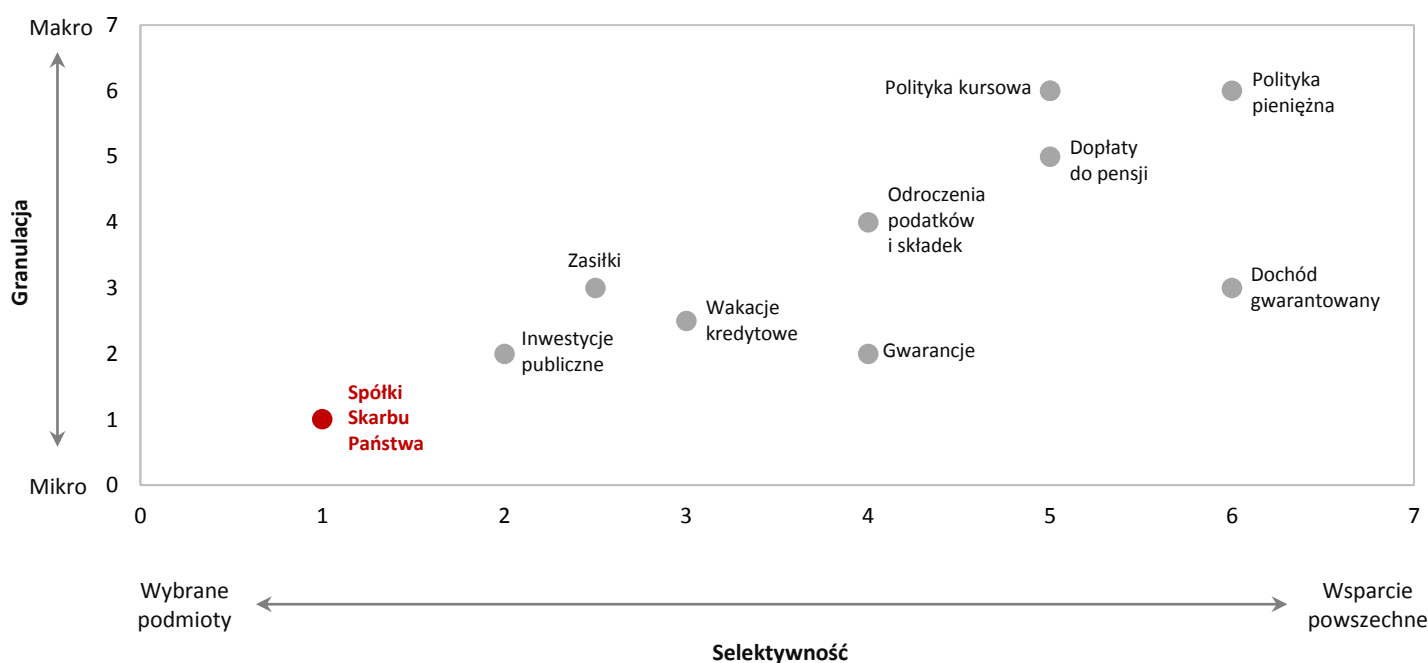
Konstelacja działań podejmowanych przez różne państwa jest isticie imponująca i wymaga szerszego komentarza. **Lista wdrożonych działań jest nader obszerna i obejmuje:**

- **ekspansję monetarną**, realizowaną konwencjonalnymi i niekonwencjonalnymi środkami. Te drugie to m.in. programy skupu aktywów oraz różnego rodzaju programy pożyczkowe dla instytucji finansowych a nawet samych przedsiębiorstw;
- **odroczenia i zwolnienia z podatków i składek** oraz inne zmiany obciążeń podatkowych nie wynikające ze zmian stawek (przesunięcia terminów, odsetek ustawowych i kar, etc.);
- **obniżki stawek podatków**;
- **transfery społeczne** oraz transfery dla małych i średnich przedsiębiorstw;
- **gwarancje państwowe** dla kredytów bankowych;
- **odroczenia i zwolnienia z opłat** oraz kosztów stałych, w tym wakacje kredytowe;
- **zachęty inwestycyjne** natury podatkowej lub księgowej.
- programy **inwestycji publicznych**;

- **dopłaty do pensji** (w zamian za rezygnację z redukcji zatrudnienia) i zachęty do stosowania zerowego lub skróconego czasu pracy;
- **bezpośrednie działania z wykorzystaniem agencji, przedsiębiorstw i spółek kontrolowanych przez państwo.**

Zdecydowaliśmy się w/w działania posegregować wg **dwóch wymiarów**. Pierwszy z nich to **selektywność wsparcia** (spektrum między wsparciem dla wybranych podmiotów, a powszechnym), drugi to jego **granulacja** (spektrum pomiędzy działaniem mikroekonomicznym, za pośrednictwem indywidualnych działań podmiotów, a działaniem makroekonomicznym, przy użyciu możliwie prostego parametru funkcjonującego w skali makro). Wyniki tej analizy wskazują, iż państwo ma do dyspozycji bardzo szeroki katalog instrumentów, które w większości nie stanowią dla siebie substytutów, bo oddziałują inaczej i na inne elementy gospodarki. Jednak **możliwość sterowania konkretnymi podmiotami i realizacji konkretnych przedsięwzięć, przy zachowaniu kontroli i ścisłego nadzoru nad wszystkimi etapami, oferują wyłącznie działania za pośrednictwem agencji, przedsiębiorstw i spółek kontrolowanych przez państwo. Krótko mówiąc – firm państwowych.**

**Rys. 5** Typologia instrumentów antykryzysowych



# 2 Sektor przedsiębiorstw państwowych – doświadczenia globalne



Silna obecność państwa, zwłaszcza w sektorach o strategicznym znaczeniu gospodarczym, jest zjawiskiem powszechnym zarówno w krajach wysokorozwiniętych, jak i gospodarkach wschodzących. Za pośrednictwem spółek państwowych rządy tych krajów skutecznie realizują wiele różnych celów polityki gospodarczej. Choć własności państwowej w sektorze przedsiębiorstw przypisuje się wiele negatywnych cech (w tym nieefektywne zarządzanie), to jednak liczne przykłady pokazują, iż może ona służyć jako skuteczna platforma dla szybszego wzrostu gospodarczego. Wiele firm państwowych umiejętnie wykorzystało zaś powiązania właścicielskie i związane z nimi wsparcie publiczne do osiągnięcia statusu prawdziwych globalnych czempionów.

## Własność państwowa – motor czy hamulec rozwoju?

Kwestia roli przedsiębiorstw państwowych w gospodarce od lat budzi **ożywione dyskusje wśród ekonomistów**. Nie brakuje opinii, według których są one mniej wydajne od firm prywatnych, osiągają słabsze od nich wyniki finansowe i w mniej efektywny sposób wykorzystują posiadane zasoby. Wnioski tego rodzaju płyną m.in. z opublikowanych w 2019 r. wyników badań IMF, w których porównano wyniki i efektywność spółek państwowych i ich prywatnych odpowiedników w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej (uwzględniając Rosję, Ukrainę i Białoruś), osiągnięte w latach 2014-2016<sup>1</sup>. Wyniki tego porównania wskazują, że spółki państwowe cechowały się m.in. niższymi dochodami w przeliczeniu na 1 pracownika, wyższym poziomem płac, słabszą rentownością, mniej efektywnym wykorzystaniem czynników produkcji, a w odniesieniu do instytucji finansowych będących własnością państwa (w szczególności banków) niższą dochodowością i gorszą jakością udzielonych kredytów.

Do podobnych konkluzji prowadzi analiza porównawcza wyników blisko 1 miliona firm państwowych i prywatnych przeprowadzona przez IMF na poziomie globalnym (w 109 krajach). Zwraca uwagę zwłaszcza **niski zwrot osiągany przez firmy państwowe z posiadanych aktywów i kapitałów** (znacznie niższe wskaźniki ROA i ROE od tych wykazywanych przez firmy prywatne). Firmy kontrolowane przez państwo wykazywały również

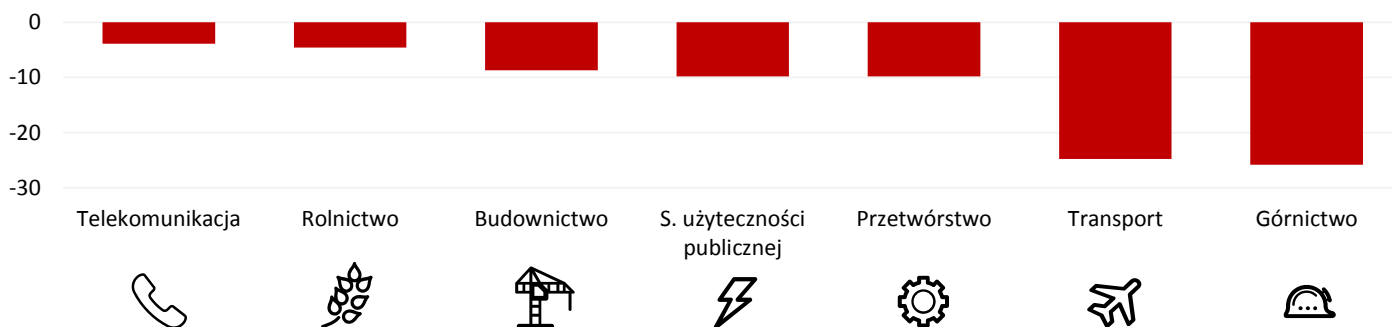
**znaczco gorsze wskaźniki produktywności** (sprzedaż i wartość dodana w przeliczeniu na 1 pracownika). Ich **niska efektywność zatrudnienia** znajduje również odzwierciedlenie w wysokiej relacji kosztów pracowniczych do realizowanych przychodów. Zejście na poziom poszczególnych sektorów wyraźnie pokazuje, iż **luka produktywności** pomiędzy przedsiębiorstwami państwowymi i prywatnymi jest **szczególnie duża w branżach charakteryzujących się wyższym poziomem konkurencji** (np. w przetwórstwie, telekomunikacji czy transporcie). Okazuje się także, iż w wielu krajach duże rozbieżności pomiędzy efektywnością podmiotów prywatnych i państwowych obserwuje się w mocno kojarzonym z aktywnością państwa sektorze wydobywczym.

Nieco lepsze wyniki od spółek z większościowym udziałem państwa osiągają firmy częściowo sprywatyzowane, nad którymi państwo utrzymuje mniejszościową kontrolę. Obecność prywatnego akcjonariatu zazwyczaj pozytywnie oddziałuje więc na efektywność tych podmiotów. Warto zauważyć, iż w takiej formie zorganizowana jest większość czołowych polskich spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa.

**Jako kontrowersyjna przytaczana jest również nadmierna obecność państwa w sektorze bankowym**. Podkreśla się m.in. negatywny wpływ powiązań z państwem na podejście banków do ryzyka i tendencję do finansowania projektów niekoniecznie racjonalnych z ekonomicznego punktu widzenia. Pod adresem własności państwowej w sektorze przedsiębiorstw kieruje się także

### Rys. 6 Rentowność kapitałów firm państwowych\* na tle prywatnych – wg sektorów (ujęcie globalne)

Różnica w pkt proc



\* Jako firmy państwowe rozumiane podmioty z co najmniej 50% udziałem własności państwa, dane z lat 1999-2017

Źródło: Szacunki IMF na bazie raportów finansowych spółek, Natural Resource Governance Institute oraz Orbis

1) *Reassessing the Role of State-Owned Enterprises in Central, Eastern, and Southeastern Europe*, IMF, 2019; w publikacji jako kryterium definiowania spółki jako państwowej przyjęto udział państwa na poziomie przynajmniej 25%. W skali globalnej kwestię słabszej efektywności firm państwowych w porównaniu z ich prywatnymi odpowiednikami porusza szereg innych publikacji IMF z ostatnich lat, m.in. „State-Owned Enterprises in Emerging Europe: The Good, The Bad and The Ugly”, 2017, czy „Governance and State-Owned Enterprises: How Costly is Corruption?”, 2019. Podobne spostrzeżenia i wnioski zostały sformułowane w publikacjach innych instytucji, m.in. „Effects of Corporate Governance on the Performance of State-Owned Enterprises”, World Bank Group, 2018 czy „Performance differential between private and state-owned enterprises: an analysis of profitability and leverage”, Asian Development Bank Institute, 2019.

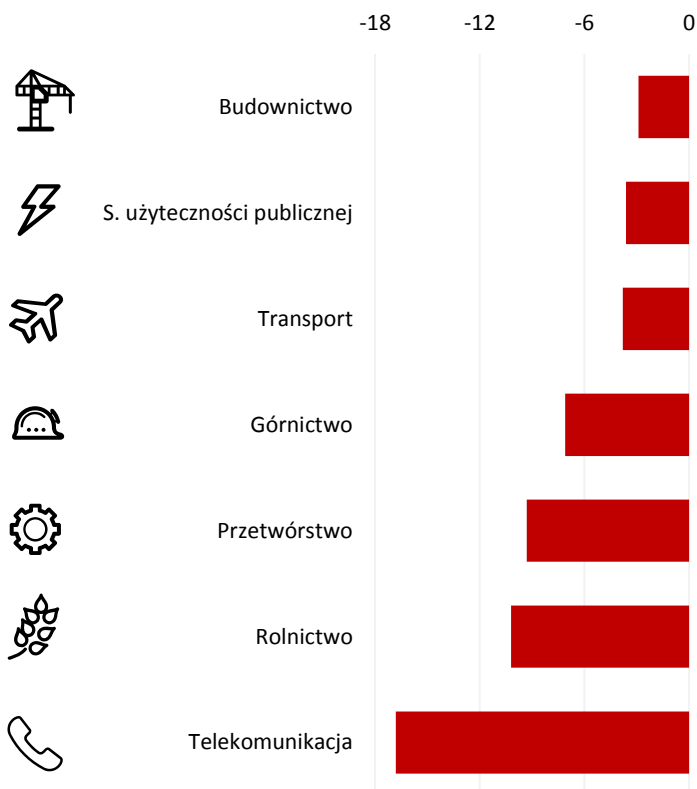
zarzuty, iż zakłóca ona funkcjonowanie gospodarki rynkowej, ograniczając konkurencję, blokując w wielu obszarach rozwój działalności prywatnej oraz zwiększając ryzyko zdarzeń o charakterze korupcyjnym.

Należy jednak podkreślić, że państwo częściej niż inwestorzy prywatni angażuje się w obszary, w których rynek działa niedoskonale, nie wynagradzając adekwatnie funkcji realizowanych przez kontrolowane przez nie spółki, a które mogą być doniosłe z punktu widzenia społeczeństwa czy bezpieczeństwa gospodarczego kraju. Zwłaszcza utrzymywanie kontroli państwowej nad firmami o kluczowym znaczeniu dla gospodarki stanowi swoisty **kompromis między produktywnością a szeroko pojętym interesem społeczno-ekonomicznym i jest zjawiskiem charakterystycznym tak dla gospodarek wschodzących, jak i wielu krajów rozwiniętych.**

**Duże zainteresowanie budzą m.in. przykłady krajów z Azji Wschodniej,** które – pomimo silnej, a czasem wręcz dominującej roli własności państwowej – osiągają znakomite wyniki gospodarcze. Jako przykłady najczęściej wymienia się Koreę Płd., Chiny i Indie, jednak grono tych krajów jest szersze, obejmując również Wietnam, Filipiny, Malezję, Singapur czy Hong Kong. Wymienione kraje umiejętnie wykorzystują przedsiębiorstwa państwowe jako istotny element polityki gospodarczej. Trzeba jednak zauważyć, że **wszystkie one charakteryzują się pewnymi cechami specyficznymi, stymulującymi wzrost gospodarczy:**

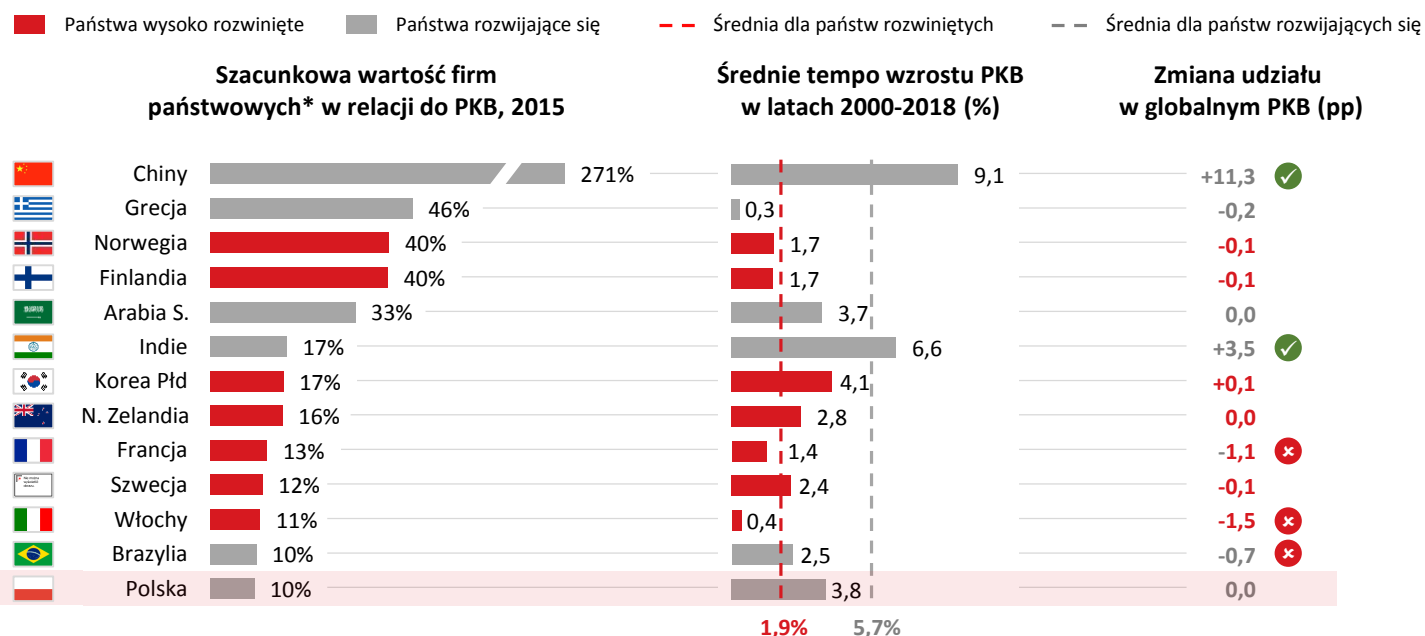
**Rys. 7** Produktywność firm państwowych\* na tle prywatnych wg sektorów (ujęcie globalne)

Różnica w pkt proc



\* Jako firmy państwowe rozumiane podmioty z co najmniej 50% udziałem własności państwa, dane z lat 1999-2017  
Źródło: Szacunki IMF na bazie raportów finansowych spółek, Natural Resource Governance Institute oraz Orbis

**Rys. 8** Wzrost gospodarczy wybranych krajów o znaczącej roli własności państwowej w sektorze przedsiębiorstw, 2000-2018



\* Firmy państwowe według definicji i bazy danych OECD, uwzględniając przedsiębiorstwa o mniejszościowym udziale państwa  
Źródło: IMF, OECD, World Bank, Analizy Pekao

- Chiny i Indie to państwa o gigantycznym potencjale ekonomicznym, predestynującym je do odgrywania znaczącej roli w światowej gospodarce;
- mniejsze rozwijające się państwa azjatyckie bazują na niskich kosztach pracy i opierają swój wzrost na eksporcie tanich produktów;
- Singapur i Hong Kong od lat pełnią rolę centrów finansowych, hubów transportowych i przyczółków dla kapitału zachodniego.

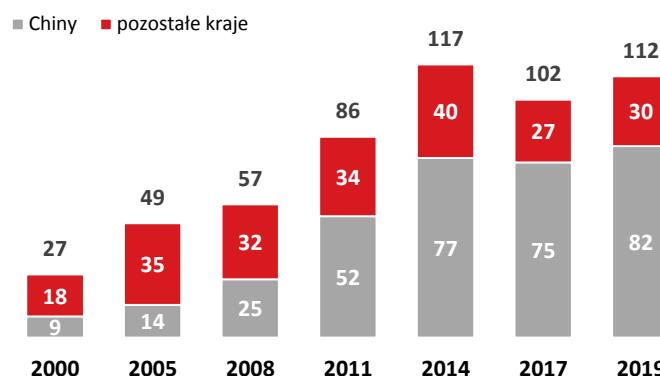
Ze względu na owe cechy specyficzne, **silny udział własności państwowej** w tych krajach mógł w przeszłości pomóc im ukierunkowywać szybki wzrost gospodarczy, jednak **z pewnością nie był on jedynym czynnikiem decydującym o wysokiej dynamice rozwoju**. Można jednocześnie wskazać państwa rozwijające się o dużej roli własności państwowej w gospodarce, które z różnych względów osiągały w ostatnich latach raczej rozczarowujące wyniki ekonomiczne (np. Brazylia czy Rosja). Trzeba też pamiętać, że **w wielu państwach rozwijających się szybkim wzrostowi w przeszłości towarzyszyła niezrównoważona polityka gospodarcza** (PKB budowane w oparciu o eksport lub wydobycie surowców). Generuje to w ich przypadku **ryzyko zbilansowania źródeł wzrostu w przeszłości**.

Warto przy tym zauważyć, że **własność państwowa odgrywa znaczącą rolę także w szeregu gospodarek rozwiniętych, takich jak Norwegia, Finlandia, Francja, Włochy**. Kraje te nie odznaczały się jednak w ostatnich dwóch dekadach szczególnie wysokim tempem wzrostu gospodarczego na tle innych państw o podobnym stopniu rozwoju. Większe znaczenie od skali i zasięgu obecności państwa w gospodarce może mieć zatem jej umiejętne wykorzystywanie do maksymalizowania korzyści płynących z innych uwarunkowań zapewniających wysokie tempo ekspansji.

### Minione dwie dekady przyniosły wzrost obecności i roli firm państwowych w globalnej gospodarce

W 2000 r. na liście *Fortune Global 500* widniało jedynie 27 firm spełniających kryteria przedsiębiorstwa państwowego przyjęte przez OECD<sup>2</sup>. **W 2019 r. firm takich było już 112 i wygenerowały one łącznie 8,2 bn USD obrotów, tj. 25% przychodów wszystkich przedsiębiorstw uwzględnionych w zestawieniu.**

**Rys. 9** Liczba firm państwowych w rankingu Global Fortune 500



Źródło: Global Fortune 500, EY, OECD, Analizy Pekao

**Za wzrost obecności firm państwowych w globalnej gospodarce odpowiadało jednak przede wszystkim jedno państwo – Chiny.** Podczas gdy w 2000 r. miały one tylko 9 państwowych przedstawicieli na liście największych globalnych koncernów, to w 2019 r. były to już 82 firmy. Rzecz jasna, sytuacja ta jest pochodną bardzo szybkiego tempa rozwoju tego kraju i jego wiodących firm (liczba wszystkich chińskich firm na liście *Fortune Global 500* wzrosła z 12 w 2000 r. do 119 w 2019 r.) i panującej w nim dominacji własności państwowej, będącej pochodną tamtejszego systemu polityczno-gospodarczego. Aż trzy największe chińskie koncerny państwowe (Sinopec, China National Petroleum i State Grid) znalazły się przy tym w pierwszej piątce omawianego rankingu.

**Poza Chinami, wzrost liczby firm państwowych na liście największych globalnych koncernów odnotowały w ostatnich latach także inne gospodarki rozwijające się, m.in. Indie, Brazylia, Rosja, Indonezja, Tajlandia, Arabia Saudyjska czy ZEA.** Na 30 firm państwowych spoza Chin uwzględnionych na liście *Fortune Global 500*, siedzibę w krajach OECD miało tylko 13 podmiotów. Tymczasem jeszcze w 2000 r. na 18 takich firm zdecydowana większość przypadła na kraje najlepiej rozwinięte. Po części jest to efekt prywatyzacji firm państwowych w krajach wysoko rozwiniętych, przez co tracą one status przedsiębiorstw kontrolowanych przez państwo (nawet jeśli zachowuje ono w nich udziały mniejszościowe). Jednak w dużym stopniu wynika to także ze zmiany struktury geograficznej całej listy 500, z której państwa OECD są stopniowo wypierane (łącznie 343 firmy w 2019 r. vs. 480 podmiotów w 2000 r.).

2) Definicje wykorzystywane przez OECD przyjmują za spółki państwowe te firmy, w przypadku których państwo ma pełny lub większościowy udział we własności lub znaczący (zapewniający wpływ na decyzje strategiczne) udział w głosach.

## Kraje rozwinięte: silny fokus na kilka sektorów o dużym znaczeniu strategicznym

Obecność własności państwowej koncentruje się zwykle na jedynie kilku sektorach gospodarki. W krajach OECD pełna kontrola nad firmami utrzymuje się najczęściej w 4 branżach: finansowej, energetycznej, transporcie publicznym oraz w sektorze wydobywczym. Razem odpowiadają one za ponad 75% wartości wszystkich przedsiębiorstw, nad którymi państwa rozwinięte sprawują pełną kontrolę. Wymienione branże mają istotne znaczenie dla strategicznego bezpieczeństwa, realizują istotne funkcje społeczne lub funkcjonują w obszarach o ograniczonej efektywności mechanizmów wolnorynkowych. W przypadku sektora finansowego, wysoki udział państwa ma również związek z koniecznością „ratunkowego” nacjonalizowania instytucji finansowych zagrożonych upadłością w okresie kryzysu z 2008 r.

Z kolei mniejszościowa własność państw rozwiniętych koncentruje się najczęściej w przetwórstwie przemysłowym i telekomunikacji (razem ponad 60% wartości wszystkich spółek z mniejszościowym udziałem państwa w krajach OECD). Jest ona często efektem państwowej przeszłości firm, które w pewnym momencie zostały sprywatyzowane. Państwa poprzez niewielkie udziały zachowują możliwość choćby ograniczonego wpływu na strategiczne decyzje zapadające zwłaszcza w sektorach nowoczesnych technologii (np. przemysł elektroniczny, chemiczny, lotniczy, motoryzacja czy telekomunikacja), gdzie wsparcie publiczne, nawet w okrojonej formie, może być zjawiskiem wręcz pożądanym (np. w obszarze badań i rozwoju).

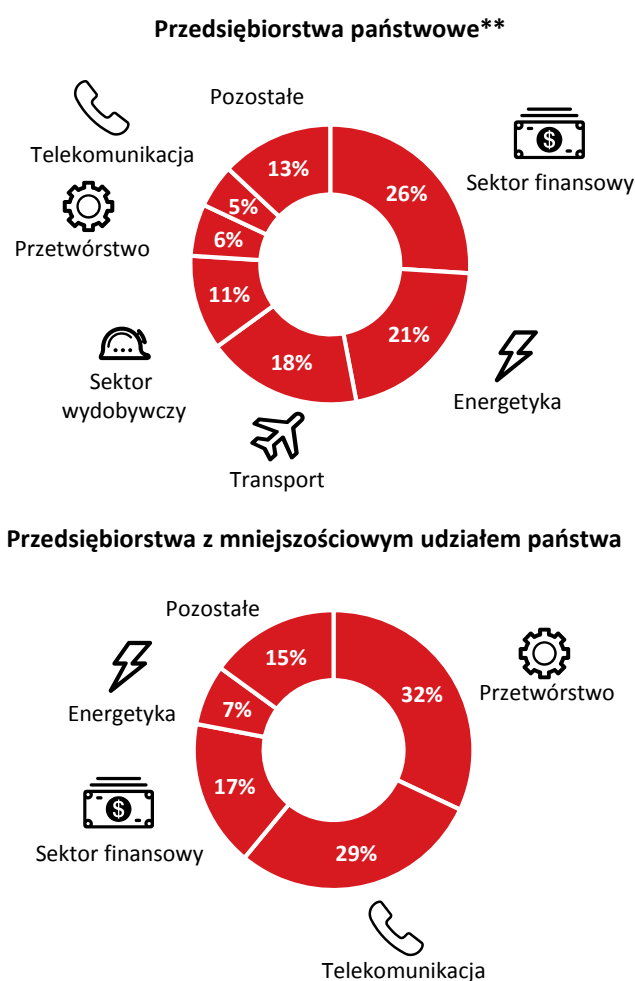
## Szczególna rola własności państwowej w gospodarkach rozwijających się

W krajach rozwijających się firmy państwowe odgrywają często rolę koła zamachowego dla rozbudowy przemysłu, postępu technologicznego i rozwoju innowacyjności. Sytuacja taka jest pochodną zacofania gospodarczego, połączonego z ograniczonymi zasobami rodzimego kapitału prywatnego i niedorozwojem lokalnych rynków kapitałowych (często są to kraje o komunistycznej lub kolonialnej spuściznie i braku tradycji wolnorynkowych). Alternatywą dla własności państwowej jest wówczas przede wszystkim kapitał zagraniczny, lecz wybór tej ścieżki ogranicza możliwości ukierunko-

wania rozwoju zgodnie z założeniami krajowej polityki gospodarczej, uzależniając go od strategii globalnych koncernów. Te lokują w krajach rozwijających się głównie proste procesy bazujące na niskich kosztach pracy, przy ograniczonych inwestycjach w lokalną aktywność R&D. Zapewnia to gospodarce wzrost oparty na wolumenach produkcji, jednak niekoniecznie sprzyja podnoszeniu poziomu technologicznego, wzrostowi innowacyjności i poprawie konkurencyjności międzynarodowej, pozwalającej na zmniejszenie luki względem państw rozwiniętych.

## Dominująca rola własności państwowej w znacznym stopniu rozwiązuje kwestię ukierunkowania rozwoju

**Rys. 10** Struktura sektorowa firm państwowych w krajach OECD\* w 2017 r. (wg wartości)



\* Dodatkowo z uwzględnieniem Argentyny, Brazylii, Indii i Arabii Saudyjskiej; pominięto Chiny ze względu na bardzo dużą liczbę firm państwowych we wszystkich sektorach (ich uwzględnienie zaburzyłoby obraz sytuacji w całej badanej zbiorowości) \*\* Według definicji OECD, tzn. firmy z pełnym lub większościowym udziałem państwa lub firmy z udziałem mniejszościowym, nad którymi państwo sprawuje strategiczną kontrolę na zasadach szczególnych (np. „złote akcje” itp.)  
Źródło: OECD, Analizy Pekao

na najbardziej pożądane obszary i zapewnia aktywność inwestycyjną zgodną z aktualną polityką gospodarczą. Pozwala również na uzyskanie synergii dzięki koordynacji działań firm państwowych pokrywających różne obszary gospodarki. Często dzieje się to jednak kosztem słabszej w porównaniu z sektorem prywatnym efektywności ekonomicznej firm. Dodatkową ceną zaś jest również niejednokrotnie gorsza jakość portfela kredytowego kontrolowanych przez państwo banków i ryzyko wywołania kryzysu finansowego w przypadku zbyt ekspansywnej polityki inwestycyjnej.

Doświadczenia państw rozwijających się świadczą o tym, że kluczem do uzyskania zadowalających wyników polityki wzrostu opartej na firmach państwowych jest:

- **zapewnienie sprawnej organizacji i efektywnego nadzoru firm państwowych**, najczęściej poprzez centralizację zarządzania i uwolnienie ich od konieczności realizowania partykularnych celów różnych kontrolujących resortów;
- **motywowanie firm do maksymalizowania efektywności** poprzez tworzenie warunków możliwie

najbardziej przypominających mechanizmy rynkowe (np. wyznaczanie celów czysto ekonomicznych, konkurencję pomiędzy różnymi firmami państwowymi, stymulowanie ich współpracy z sektorem prywatnym czy promowanie mieszanej, państwowo-prywatnej struktury własności).

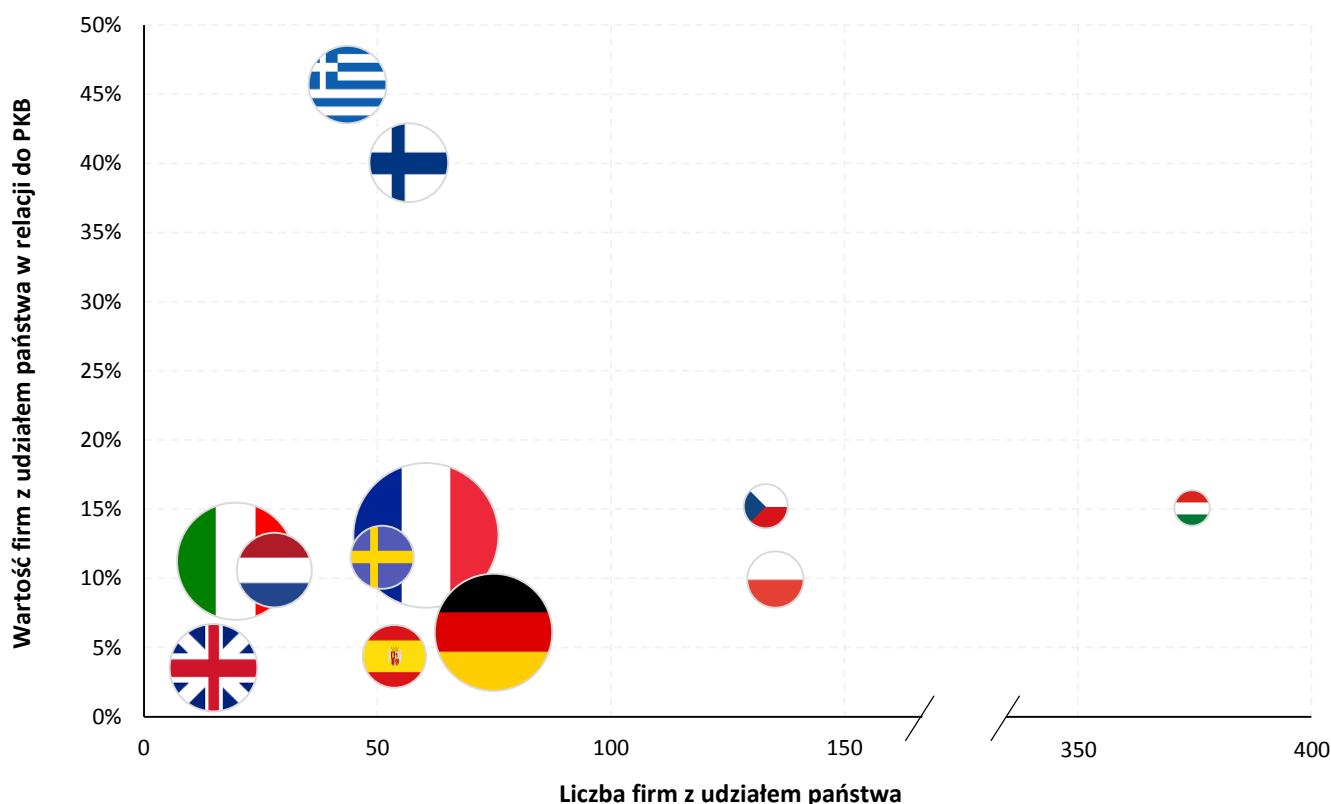
### Różne podejście do własności państwowej

Porównania zagraniczne pokazują, że **poziom zaangażowania państwa w polskim sektorze przedsiębiorstw nie odbiega od standardów zachodnich, a w wielu krajach rozwiniętych jest on nawet znacząco wyższy**. Co więcej, w świetle dużej liczby spółek Skarbu Państwa (przy ich relatywnie niewielkiej wartości) można wysunąć tezę, że są to głównie przedsiębiorstwa małe i średnie. W tym kontekście szczególnego znaczenia nabierają planowane przez rząd projekty konsolidacyjne omawianych podmiotów.

Doświadczenia globalne wskazują na różne formy organizacji własności państwowej w sektorze przedsiębiorstw. Jako przykład sukcesu polityki rozwoju opartej na firmach państwowych najczęściej **stawiany**

Rys. 11

**Przedsiębiorstwa z udziałem państwa w wybranych krajach UE – liczba i wartość w relacji do PKB, 2015\***



\* W oparciu o najbardziej aktualną bazę danych OECD; uwzględniono firmy spełniające kryteria definicji OECD dotyczącej kontroli państwowej. Ze względu na kryteria przyjęte przez OECD, liczba firm uwzględnionych dla Polski różni się od liczby polskich firm uwzględnionych w wykazie spółek z udziałem Skarbu Państwa. Rozmiar koła odzwierciedla wartość nominalną spółek kontrolowanych przez państwo  
Źródło: OECD, Eurostat, Analizy Pekao

# Różne podejście do własności państwowej w sektorze przedsiębiorstw – ważniejsze aspekty



## Państwa rozwijające się



## Państwa rozwinięte



Chiny

- Rola państwa w gospodarce spuścizną systemu polityczno-gospodarczego
- Od lat 80-tych XX w. reformy ekonomiczne – nadanie gospodarce cech wolnorynkowych
- Stopniowa prywatyzacja firm mniejszych i mniej istotnych z punktu widzenia gospodarki – najczęstszą praktyką wprowadzenie prywatno-państwowej własności mieszanej
- Pełna kontrola państwa utrzymywana w największych firmach i w obszarach strategicznych (celem m.in. uniemożliwienie wytworzenia klasy prywatnych oligarchów na wzór Rosji)
- Zapewnienie mechanizmów konkurencyjnych w sektorach zdominowanych przez państwo – utrzymywanie kilku równorzędnych spółek państwowych w każdym z nich
- Wydzielenie instytucji z wyłącznym celem sprawowania funkcji właścicielskich państwa w firmach państwowych (SASAC) – centralizacja zarządzania, wprowadzenie celów biznesowych



Malezja

- Po odzyskaniu niepodległości silna obecność państwa w systemie finansowym (kontrola większej części aktywów finansowych w państwie); dochody generowane przez koncern naftowy Petronas wykorzystywane do wspierania dużych projektów przemysłowych
- Od lat 80-tych XX w. liberalizacja systemu finansowego, stopniowa prywatyzacja części firm państwowych
- Holding Khazanah jako główny zarządca komercyjnych firm państwowych, obdarzony kompetencjami w zakresie strategicznych inwestycji (nowe sektory, FDI)



Brazylia

- Wczesna faza rozwoju i industrializacji prowadzona za pośrednictwem firm pod pełną kontrolą państwa – m.in. konieczność koordynacji inwestycji infrastrukturalnych i problemy z finansowaniem przez kapitał prywatny
- Rozwój sektora prywatnego przez dłuższy czas ograniczany przez silny wpływ regulacji (m.in. regulacje cenowe)
- W ostatnich dekadach tendencje prywatyzacyjne – efekt niezadowalającej efektywności firm w pełni kontrolowanych przez państwo
- Pomimo redukcji własności państwa w szeregu firm, pozostało ono w większości przypadków właścicielem mniejszościowym (celem m.in. wspieranie dalszych inwestycji i rozwoju tych firm)
- Duże, dzisiaj prywatne koncerny o zasięgu globalnym (m.in. Embraer, Vale) stworzone i rozwinięte jako spółki państwowe



Singapur

- Wzorem Japonia i Korea (ściągnięcie FDI, budowa pro-eksportowego przemysłu) w warunkach państwa-miasta (ograniczone krajowe zasoby)
- Państwo jako największy właściciel firm komercyjnych i równorzędny partner dla zagranicznych koncernów
- Firmy państwowe skoncentrowane na aspektach ekonomicznych, bez obciążeń celami społecznymi
- Zarządzanie kluczowymi firmami przez wydzielony holding (Temasek) o bardzo wysokim stopniu niezależności od rządu, swobodzie inwestycyjnej (nowe sektory, FDI) i celach biznesowych



Norwegia

- Słabość rodzimego rynku kapitałowego po II w. św. i niezdolność do sfinansowania inwestycji przemysłowych za jego pośrednictwem
- Odkrycie złóż ropy naftowej u wybrzeży kraju – celem utrzymanie kontroli nad zasobami i zabezpieczenie przemysłu naftowego przed wahaniami cen surowca
- Dążenie do zachowania własności krajowej w sektorze finansowym (DnB Nord) i utrzymania kluczowych procesów na terenie kraju w sektorach technologicznych (Telenor) przy ograniczonych zasobach kapitału prywatnego



Francja

- Wzrost roli państwa po II w. św. – celem odbudowa gospodarki, wyrównanie zaległości w niektórych obszarach
- Duża fala nacjonalizacji na początku lat 80-tych (13 z 20 największych koncernów i niemal cały sektor bankowy), w kolejnych latach stopniowa reprivatyzacja (m. in. banki), po kryzysie z 2008 r. ponowny wzrost własności państwa
- Obecnie dominującym typem własności pakiety mniejszościowe w szeregu spółek z kluczowych sektorów gospodarki



USA

- Współczesny system gospodarczy co do zasady przeciwny własności państwowej, jednak wykształcona forma hybrydowa: government-sponsored enterprises (GSE)
- GSE – przedsiębiorstwa w pełni sprywatyzowane, jednak z powierzoną przez władze misją gospodarczą lub społeczną i wsparciem publicznym, traktowane przez inwestorów jak agendy państwowe (m.in. wpływ na koszty finansowania i inne warunki działania)
- Najbardziej znane GSE - FNMA (Fannie Mae) i FHLMC (Freddie Mac), odpowiedzialne za rozwój i zapewnienie płynności rynku hipotecznego
- Po kryzysie z 2008 r. bailouty i tymczasowe przejęcie kontroli nad niektórymi GSE i firmami prywatnymi



jest **Singapur**. Kraj ten dołączył do grona krajów wysoko rozwiniętych bazując na własności państwowej traktowanej przede wszystkim jako wehikuł rozwoju ekonomicznego firm, bez obciążania ich celami społecznymi. Istotnym warunkiem sukcesu była centralizacja zarządzania firmami państwowymi w formie holdingu Temasek, zapewnienie dużej swobody decyzyjnej stymulowanej kryteriami ekonomicznymi, skuteczne oderwanie działalności firm państwowych od czynników politycznych i zapewnienie im profesjonalnego zarządzania menadżerskiego.

**W krajach wysoko rozwiniętych pełna kontrola własnościowa państwa koncentruje się zazwyczaj na działalności związanej ze strategicznym bezpieczeństwem, realizacją istotnych funkcji społecznych czy tymi specyficznymi obszarami rynku, w których mechanizmy rynkowe nie działają efektywnie.** Do takich dziedzin gospodarki zaliczyć można w szczególności: wydobywanie kopalin i zarządzanie zasobami naturalnymi, produkcję i dostarczanie energii (w różnych formach) oraz innych usług o charakterze użyteczności publicznej (np. wodociągi i kanalizacja, odprowadzanie i oczyszczanie ścieków czy gospodarka odpadami). Można jednak wskazać państwa rozwinięte, w których własność państwowa jest silnie obecna w szerszej grupie sektorów kluczowych dla ich gospodarek. Jednym z przykładów jest **Norwegia**, w której państwo utrzymuje kontrolę nad sektorem naftowym, ma też znaczący udział w branży telekomunikacyjnej i w sektorze bankowym. Jest to pochodna słabości krajowego kapitału prywatnego, który nie byłby w stanie zapewnić stabilności i rozwoju wymienionych sektorów.

**Jeszcze silniej zorientowana na własność państwową jest Francja**, która – poza sektorami strategicznymi – utrzymuje przynajmniej mniejszościowe udziały w szeregu firm z zaawansowanych technologicznie gałęzi przemysłu. Wartość firm będących pod pełną lub częściową własnością państwa jest we Francji najwyższa spośród wszystkich krajów UE (przy czym zdecydowaną większość generują spółki o mniejszościowym udziale państwa, nad którymi utrzymuje ono jednak najczęściej ograniczoną kontrolę).

**Udział i rola własności państwowej w gospodarce zazwyczaj rośnie w okresie poważnych kryzysów**

**W kontekście trwającego obecnie kryzysu COVID-19 należy podkreślić, że udział własności państwowej**

**zarówno w gospodarkach rozwijających się, jak i wysoko rozwiniętych, najczęściej przynajmniej przejściowo rośnie w okresach poważnych zawirowań gospodarczych.** Wynika to z trudności finansowych, w jakie popadają w tych okresach firmy prywatne. W przypadku firm szczególnie istotnych dla gospodarki (np. ze względu na znaczenie dla polityki gospodarczej, rynku pracy lub stabilności finansowej) państwa często decydują się na ratowanie ich przed upadłością poprzez częściową lub pełną nacjonalizację.

**Licznych przykładów ilustrujących to zjawisko dostarczył kryzys finansowy z 2008 r.** Nacjonalizacji uległ wówczas szereg prywatnych instytucji finansowych, lecz także wiele firm produkcyjnych z największych gospodarek świata. Jest to natomiast najczęściej proces przejściowy – państwa z reguły starają się stosunkowo szybko zreprivatyzować firmy ratowane przez nacjonalizację lub przynajmniej – zachowując częściową kontrolę – przekazać zarządzanie nimi w ręce prywatne tak szybko, jak pozwalają na to warunki rynkowe. Należy zakładać, że również obecny kryzys, o ile okaże się tak głęboki, jak zakładają prognozy makroekonomiczne, może przynieść falę nacjonalizacji i wzrost udziału własności państwowej w globalnej gospodarce. **Szczególnie silnej koncentracji „ratunkowych” przejąć można spodziewać się w branży lotniczej** (w tych krajach, w których wiodące linie pozostają własnością prywatną). Trwające przez kilka miesięcy pełne zamrożenie działalności komercyjnej linii pasażerskich i oczekiwany negatywny wpływ epidemii na ich obroty w horyzoncie nawet 2-3 lat może okazać się trudny do udźwignięcia nawet dla największych podmiotów prywatnych.



# Cele polityki społeczno-gospodarczej realizowane za pośrednictwem spółek kontrolowanych przez państwo

Obszar działania	Kluczowe branże	Cele państwa	Przykłady – państwa / firmy
 <p><b>Zarządzanie zasobami naturalnymi</b></p>	 Wydobycie surowców energetycznych  Górnictwo i kopalnictwo rud metali i innych minerałów	<ul style="list-style-type: none"> <li>Organizacja eksploatacji surowców zgodna z polityką państwa</li> <li>Zapewnienie dopływu eksploatowanych surowców na krajowy rynek</li> <li>Kontrola nad polityką inwestycyjną (w szczególności internacjonalizacja działalności)</li> <li>Zapewnienie strumienia dochodów budżetowych</li> </ul>	 Equinor  Petrobras  Gazprom  Rosneft  Sinopec  CNPC  Eni
 <p><b>Produkcja i dostarczanie energii</b></p>	 Produkcja i dystrybucja energii elektrycznej  Branża paliwowa  Infrastruktura przesyłowa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zapewnienie bezpieczeństwa energetycznego państwa</li> <li>Zapewnienie dostępności energii dla obywateli i przedsiębiorstw poprzez wpływ na kształtowanie się cen</li> <li>Uzyskanie bezpośredniego wpływu na aspekt środowiskowy (np. inwestycje w energetykę odnawialną)</li> <li>Zapewnienie rozwoju potencjału energetycznego korespondującego z rozwojem gospodarczym</li> </ul>	 MOL  MVM  OMV  Verbund  Vattenfall  Enel  EDF
 <p><b>Zapewnienie usług publicznych</b></p>	 Transport publiczny  Linie lotnicze  Usługi pocztowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zabezpieczenie powszechnego dostępu do usług, w tym w regionach o niskiej opłacalności ekonomicznej</li> <li>W przypadku transportu – optymalizacja systemu transportowego i ułatwienie koordynacji polityki środowiskowej</li> <li>W przypadku linii lotniczych – zapewnienie utrzymania międzynarodowej konkurencyjności</li> </ul>	 Deutsche Bahn  Deutsche Post  La Poste  Air Franc/KLM  SNCF  Alitalia  Ferrovie dello Stato Italiane
 <p><b>Postęp technologiczny, innowacyjność</b></p>	 Innowacyjny przemysł  Elektronika  Telekomunikacja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kreowanie międzynarodowej konkurencyjności poprzez wsparcie rozwoju innowacyjnych gałęzi gospodarki</li> <li>Wsparcie inwestycji i prac badawczo-rozwojowych w obszarze nowoczesnych technologii (potrzeba znacznych nakładów vs wysokie ryzyko)</li> <li>Zabezpieczenie dyfuzji nowoczesnych technologii w gospodarce</li> </ul>	 Orange  Airbus  Thales  Safran  Renault, PSA  Lenovo, SAIC  Motor, FAW  China Mobile  Sinochem  CETC, CEC  CRECG, AVIC  NTT
 <p><b>Finansowanie rozwoju</b></p>	 Sektor bankowy	<ul style="list-style-type: none"> <li>Finansowanie rozwoju gałęzi pożądanых z punktu widzenia polityki gospodarczej</li> <li>Możliwość skuteczniejszego wsparcia gospodarki w okresach spowolnienia / kryzysu gospodarczego</li> <li>Przeciwwaga dla kapitału zagranicznego w krajach o ograniczonych zasobach krajowego kapitału prywatnego</li> </ul>	 China Developm. Bank, ICBC, ABC  SBI  DBS  Banco do Brasil  DnB Nord

## W różnych krajach i branżach pod skrzydłami państwa wyrosło wielu globalnych czempionów

Doświadczenia gospodarek zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących pokazują, iż państwo poprzez swoje działania tworzy sprzyjające środowisko finansowo-prawne, które umożliwia dynamiczny wzrost kontrolowanych przez nie firm, a często również umiejętne wkraczanie przez nie na międzynarodową ścieżkę rozwoju. Wiele czempionów kontrolowanych przez państwo osiągnęła skalę działalności pozwalającą im na rozwój na rynkach globalnych, do czego wydatnie przyczyniały się działania takie jak quasi **zmonopolizowanie rynku krajowego** (m.in. Lenovo, Edf, NTT Japan, Equinor, SAS) czy pośrednie wsparcie rządowe w postaci **kontraktów publicznych** i tworzenie **barier utrudniających wejście** firm konkurencyjnych na rynek krajowy. Efektywne budowanie skali państwowych czempionów o światowym zasięgu charakteryzuje zwłaszcza Chiny, które z pomocą dużego rynku wewnętrznego tworzą korzystne warunki pod testowanie rozwiązań biznesowych następnie eksportowanych na rynki globalne.

**Przykładem skutecznego tworzenia globalnego czempiona przez państwa UE jest Airbus** (będący europejską odpowiedzią na Boeinga), który rozwinął się głównie dzięki zamówieniom narodowych przewoźników z Niemiec, Francji czy Wielkiej Brytanii. **Kluczowym czynnikiem rozwoju jest również dostęp do bazy naukowo-technologicznej**, który jest osiągany poprzez długoletnią współpracę z krajowymi ośrodkami badawczo-rozwojowymi (np. Thales), akwizycje podmiotów zagranicznych posiadających dostęp do know-how (np. przejęcie IBM i Motoroli przez Lenovo) oraz współpracę z firmami międzynarodowymi w ramach spółek joint-venture (np. Embraer, Equinor). Wiedza pozyskana we współpracy z ośrodkami badawczo-naukowymi umożliwia tworzenie innowacyjnych produktów i przeprowadzanie zmian technologicznych.

Ich szczególnie szybkie tempo w ostatnich dekadach umożliwiło **stworzenie wielu innowacyjnych rozwiązań na rynkach globalnych zwłaszcza firmom azjatyckim**. Spółki takie jak Lenovo czy NTT Japan były pionierami wielu nowoczesnych technologii, które w miarę upływu czasu były adoptowane przez inne kraje (np. Internet mobilny oferowany przez NTT Japan).

Z kolei **przykład brazylijskiego Embraera** pokazuje, że w nawet silnie konkurencyjnym środowisku przemysłu

lotniczego spółka z kraju o niskim poziomie rozwoju gospodarczego była w stanie - przy wsparciu rządowym - podjąć skuteczną rywalizację z globalnymi potentatami, lokując się w atrakcyjnej niszy rynkowej (segment małych samolotów na potrzeby rolnictwa i biznesu oraz regionalnych samolotów pasażerskich).

**W wielu przypadkach państwowe firmy po osiągnięciu dominującej pozycji na rynku krajowym nawiązywały współpracę z firmami lub organizacjami międzynarodowymi** (m.in. poprzez tworzenie spółek joint-venture), która umożliwiała im eksplorację rynków zagranicznych i większą absorpcję wiedzy technologicznej.

**W strategii państwowych czempionów ważne jest również wyznaczanie długoterminowych celów, których realizacja wykracza poza jeden cykl gospodarczy**. Podejście takie widoczne jest np. w działaniach China Development Bank czy singapurskiego funduszu Temasek. Pierwszy podmiot finansuje rządowe projekty infrastrukturalne oraz przemysłowe również poza granicami Chin (np. Afryka). Drugi wyznacza osobom zarządzającym 12-letni cykl inwestycyjny oraz posiada zdywersyfikowany pod kątem geograficznym i sektorowym portfel inwestycyjny.

### Kluczowe czynniki sukcesu państwowych globalnych czempionów



Dominująca (quasi monopolistyczna) pozycja na rynku krajowym



Wsparcie rządowe w postaci kontraktów publicznych



Barriere prawno-administracyjne dla konkurencji zagranicznej



Dostęp do bazy naukowo-technologicznej (innowacyjność)



Wykorzystanie zmiany trendów technologicznych



Znalezienie niszy rynkowej












Współpraca z firmami i organizacjami międzynarodowymi



Długoterminowa polityka inwestycyjna

# Przykłady globalnych czempionów powstałych na bazie silnego zaangażowania Państwa (1/2)











Forma kontroli państwowej: **Bezpośrednia** ■■■ 100% udział ■■■□ Większościowy udział ■□□ Mniejszościowy pakiet kontrolny  
**Pośrednia\*** ■■■ 100% udział ■■■□ Większościowy udział ■□□ Mniejszościowy pakiet kontrolny

Koncern	Kraj / Branża	Charakterystyka	Kluczowe czynniki sukcesu
<b>Airbus</b> „Europejska odpowiedź na Boeinga” ■□□	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przychody (2019): 70 mld EUR</li> <li>Jeden z największych producentów samolotów pasażerskich na świecie</li> <li>Portfolio produktowe obejmuje również samoloty transportowe (m.in. Beluga)</li> <li>Założony przez konsorcjum państw europejskich</li> <li>Spółki zależne znajdują się w USA, Japonii i Chinach</li> <li>Zatrudnia 50 tys. pracowników we Francji, Hiszpanii, Niemczech i W. Brytanii</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Produkt konsolidacji europejskiego przemysłu lotniczego</li> <li>✓ Dynamiczny wzrost rynku usług lotniczych i przemysłu kosmicznego</li> <li>✓ Rozwój wspierany przez zamówienia z europejskich narodowych linii lotniczych</li> <li>✓ Rządowe kontrakty militarne</li> <li>✓ Brak konkurencji ze strony przemysłu azjatyckiego</li> <li>✓ Rosnące zapotrzebowanie na samoloty średniej wielkości</li> </ul>
<b>Embraer**</b> „Wykorzystanie luki biznesowej” ■□□	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przychody (2019): 5,5 mld USD</li> <li>Brazylijski producent samolotów cywilnych, wojskowych i dla biznesu</li> <li>Specjalizuje się w produkcji samolotów o liczbie pasażerów pomiędzy 70 a 130</li> <li>Oferuje zintegrowane rozwiązania systemowe w segmencie nadzoru, monitoringu oraz komunikacji</li> <li>Jeden z największych brazylijskich eksporterów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Krajowe zamówienia publiczne</li> <li>✓ Wykorzystanie niszy rynkowej (małe samoloty biznesowe oraz treningowe)</li> <li>✓ Silny popyt z krajów Ameryki Południowej (dla celów rolnictwa i leśnictwa)</li> <li>✓ Stworzenie Technologicznego Instytutu Aeronautyki przez rząd brazylijski</li> <li>✓ Współpraca z uczelniami technicznymi</li> <li>✓ Kooperacja z europejskimi firmami z branży lotniczej</li> </ul>
<b>Thales</b> „Europejski prymus innowacyjności” ■□□	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przychody (2019): 19 mld EUR</li> <li>Dostawca rozwiązań informatyczno-elektronicznych wykorzystywanych w transporcie lądowym, lotnictwie, wojsku oraz kosmonautyce</li> <li>Oferuje specjalistyczne aplikacje w dziedzinie radiologii, technologii laserowej i mikrofal</li> <li>Rozbudowane portfolio klientów uwzględniające instytucje publiczne</li> <li>83 tys. zatrudnionych w 68 krajach</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Znaczące wydatki na badania i rozwój</li> <li>✓ Bliska współpraca z CNRS (elitarna francuska instytucja naukowa)</li> <li>✓ Ekspozycja na szybko rosnący sektor rozwiązań cyfrowych (big data, AI, cyberbezpieczeństwo)</li> <li>✓ Współpraca z European Meteosat (tworzenie systemów łączności satelitarnej)</li> <li>✓ Wyjątkowe portfolio rozwiązań technologicznych (20 500 patentów)</li> <li>✓ Dostęp do wysoko wykwalifikowanej kadry naukowo-badawczej</li> </ul>
<b>Edf</b> „Specjalizacja w elektrowniach nuklearnych” ■■■□	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przychody (2019): 71 mld EUR</li> <li>Dominujący wytwórca i dostawca 558 TWh energii elektrycznej we Francji</li> <li>80% udział elektrowni atomowych w łącznej wartości wytworzonej energii</li> <li>40m klientów i 165 tys. zatrudnionych</li> <li>Uczestnik wielu projektów międzynarodowych w segmencie produkcji energii</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Pionowa integracja modelu biznesowego</li> <li>✓ Monopolizacja francuskiego rynku (78% udział w segmencie B2C i 57% w B2B)</li> <li>✓ Zdywersyfikowany model biznesowy (energia atomowa, wodna, pozost. OZE)</li> <li>✓ Akwizycje i projekty międzynarodowe (m.in. USA, Chiny, Wielka Brytania)</li> <li>✓ Duża baza doświadczeń w segmencie przechowywania energii</li> </ul>
<b>Equinor (Statoil)</b> „Przewaga w dostępie do złóż” ■■■□	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przychody (2018): 64 mld USD</li> <li>Największy norweski konglomerat energetyczny</li> <li>Operator wydobywczy złóż gazu i ropy naftowej w skali globalnej</li> <li>Prowadzi działalność operacyjną w 38 krajach i zatrudnia 20 tys. osób</li> <li>Rozwija segment energetyki odnawialnej inwestując głównie w energetykę wiatrową oraz fotowoltaikę</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Dostęp do złóż ropy naftowej i gazu na Morzu Północnym</li> <li>✓ Sprzyjające warunki atmosferyczne do rozwoju energetyki wiatrowej na Morzu Północnym</li> <li>✓ Fuzja z Norsk Hydro w 2006 roku wzmocniła siłę akwizycyjną koncernu w szczególności w rejonie Zatoki Meksykańskiej</li> <li>✓ Długoletnie know-how w wykonywaniu odwiertów na morzu</li> </ul>

\* Np. poprzez fundusze państwowe \*\* W 1994r. Embraer został sprywatyzowany jednak rząd brazylijski zachował częściowo wpływ na spółkę poprzez tzw. „złotą akcję”  
 Źródło: Informacje spółek, Analizy Pekao

# Przykłady globalnych czempionów powstałych na bazie silnego zaangażowania Państwa (2/2)

Forma kontroli państwowej: **Bezpośrednia** ■■■ 100% udział ■■■ Większościowy udział ■■■ Mniejszościowy pakiet kontrolny  
**Pośrednia\*** ■■■ 100% udział ■■■ Większościowy udział ■■■ Mniejszościowy pakiet kontrolny

Koncern	Kraj	Charakterystyka	Kluczowe czynniki sukcesu
<b>SAS</b> „Konsolidator nordyckiego rynku lotniczego” ■■■	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przychody (2019): 47 mld SEK</li> <li>Największy przewoźnik lotniczy w rejonie Szwecji, Danii i Norwegii</li> <li>Członek Star Alliance z dostępem do 1 300 destynacji</li> <li>Flota 134 samolotów</li> <li>Główne huby to: Kopenhaga Kastrup, Sztokholm Arlanda i Oslo Gardermoen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zmonopolizowanie rynku pasażerskich przewozów lotniczych w Norwegii, Danii oraz Szwecji</li> <li>Dostęp do najcenniejszych slotów na lotniskach w Skandynawii</li> <li>Ekspozycja na loty międzykontynentalne</li> <li>Udane procesy dezinvestycji z nierenotownych aktywów</li> </ul>
<b>NTT</b> „Szybka adaptacja w zmiennym środowisku technologicznym” ■■■	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przychody (2019): 12 bln JPY</li> <li>Japoński konglomerat świadczący usługi telekomunikacyjne</li> <li>Główne linie biznesowe: usługi telefonii komórkowej (35% przychodów) i komunikacji regionalnej i międzynarodowej (40% przychodów)</li> <li>Dodatkowo w skład koncernu wchodzi spółki z branży energetycznej, medycznej, cyberbezpieczeństwa oraz nieruchomości</li> <li>Koncern zatrudnia 303 tys. pracowników</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stworzenie pierwszego na świecie mobilnego internetu (i-mode)</li> <li>Szybszy rozwój rynku smartfonów kosztem komputerów personalnych</li> <li>Wysokie udziały rynkowe i silna marka na rynku krajowym (agresywny marketing)</li> <li>Wysoki poziom innowacyjności i zdolności adaptowania się do szybko zmieniających się rozwiązań technologicznych</li> <li>Ekspozycja na szybko rosnący segment IoT, Big Data, AI</li> </ul>
<b>Lenovo*</b> „Efektywność produkcyjna i dystrybucyjna” ■■■	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przychody (2019): 51 mld USD</li> <li>Globalny lider w dziedzinie sprzętowych rozwiązań informatycznych dla użytkowników indywidualnych i biznesowych</li> <li>Dwie linie biznesowe: inteligentnego sprzętu oraz przetwarzania danych</li> <li>Producent tabletów, laptopów, smartfonów, serwerów oraz oprogramowania</li> <li>Zatrudnia 63 tys. pracowników na całym świecie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Adaptacja umiejętności marketingowych od konkurentów (HP, IBM, Compaq)</li> <li>Niższa struktura kosztowa od konkurentów międzynarodowych dzięki lokalizacji fabryk dostawców w Chinach (m.in. Seagate)</li> <li>Efektywna sieć dystrybucji</li> <li>Przejęcie dywizji produkcji komputerów personalnych od IBM</li> <li>Wysoka wartość nakładów na B+R</li> <li>Silna marka na rynku chińskim</li> </ul>
<b>China Development Bank</b> „Chiński odpowiednik Banku Światowego” ■■■	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Przychody (2019): 104 mld USD</li> <li>Bank rozwoju Chińskiej Republiki Ludowej podlegający bezpośredniej jurysdykcji Rady Państwa</li> <li>Największa globalna instytucja finansowa dostarczająca finansowania kapitałowego</li> <li>Finansujący bezpośrednio projekty infrastrukturalne o dużej skali w segmencie transportu, surowców oraz energii</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bezpośredni nadzór państwa</li> <li>Realizacja inwestycji o znaczeniu strategicznym oraz wpisujących się w realizację strategii geopolitycznej Chin</li> <li>Stworzenie popytu na finansowanie z banku poprzez rządową strategię industrializacji i urbanizacji</li> <li>Ścisła współpraca z chińskimi czempionami (ZTE, Yingli, Huawei) na rynkach globalnych</li> </ul>
<b>Temasek</b> „Duży fundusz narodowy z małego kraju” ■■■	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktywa 313 mld USD</li> <li>Inwestycyjna singapurska spółka holdingowa założona w 1974r.</li> <li>Od 2011 roku inwestujący globalnie</li> <li>26% portfela inwestycyjnego ulokowane w spółkach singapurskich, 15% w amerykańskich i 10% europejskich</li> <li>Szerokie spektrum inwestycyjne: usługi finansowe, TMT, sektor konsumencki, nieruchomości, energetyka, agrobiznes oraz przemysł</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Znacząca ekspozycja na szybko rozwijające się państwa azjatyckie</li> <li>Długoterminowe podejście w inwestowaniu (12 letni plan inwestycyjny)</li> <li>Aktywna polityka inwestycyjna (dezinvestycje, m.in. poprzez oferty giełdowe)</li> <li>Aktywna polityka wspierania biznesu lokalnego (start-upy) przez rząd singapurski poprzez stworzenie Banku Rozwoju Singapuru</li> <li>Finansowy konserwatyzm i dyscyplina w inwestowaniu</li> </ul>

\* Założone w 1984 roku Lenovo do roku 1994 funkcjonowało jako spółka kontrolowana przez Państwo Chińskie. Obecnie największy 29% udział w akcjonariacie spółki posiada Legend Holding Corporation, w której akcjonariuszem jest Chińska Akademia Nauk  
 Źródło: Informacje spółek, Analizy Pekao

# 3 Spółki pod nadzorem Skarbu Państwa – profil działalności i sytuacja finansowa



Choć w portfelu spółek zarządzanych przez Skarb Państwa znajduje się wiele problematycznych podmiotów, spośród których duża część jest nierentowna i nadmiernie zadłużona, to jego trzon stanowią silne kapitałowo, zyskowe i dynamicznie rozwijające się koncerny, które zaliczają się do największych firm w kraju. Stanowią one istotną przeciwwagę dla podmiotów zagranicznych, wobec wciąż słabo rozwiniętego i rozdrobnionego sektora firm z polskim kapitałem prywatnym. Są to również w szczególności czołowi inwestorzy w kraju, realizujący projekty o priorytetowym znaczeniu dla jego rozwoju infrastrukturalnego

## Zdywersyfikowana gospodarka stawia przed polskim państwem szereg wyzwań

Polska jest, zwłaszcza jak na warunki Europy Środkowo-Wschodniej, dużą i silnie zdywersyfikowaną gospodarką. Na jej terytorium występują złoża surowców mineralnych, posiada ona też rozbudowane gałęzie przemysłu związane z ich przetwórstwem. Kołem zamachowym rozwoju naszego kraju jest zorientowany na eksport przemysł, generujący ze sprzedaży zagranicznej ponad 40% obrotów. **Skala aktywności gospodarczej i liczna populacja naszego kraju (5. najludniejsze państwo Unii Europejskiej) stwarzają znaczne i szybko rosnące zapotrzebowanie na energię**, oznaczające konieczność realizowania inwestycji zwiększających potencjał wytwórczy branży energetycznej, szczególnie istotnych w kontekście ambitnych wymagań unijnej polityki środowiskowej. **Zaspokojenia wymaga również duże zapotrzebowanie na usługi publiczne.**

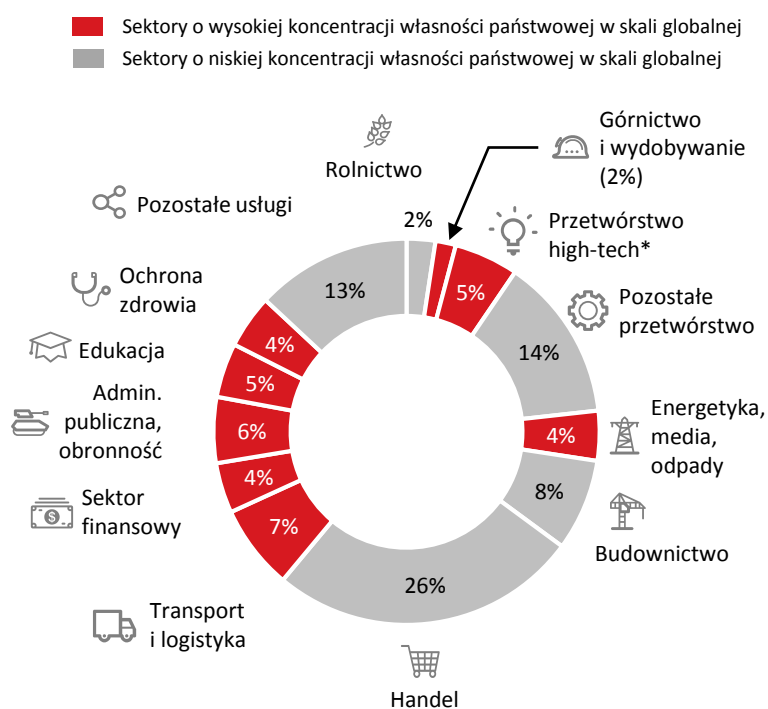
Biorąc pod uwagę międzynarodowe doświadczenia, można stwierdzić, że **Polska gospodarka cechuje się uwarunkowaniami uzasadniającymi znaczny udział państwa w własności przedsiębiorstw.** Po pierwsze, sektory, w których w skali globalnej koncentruje się

najczęściej własność państwowa, odpowiadają za blisko 40% wytwarzanej w naszym kraju wartości dodanej. Po drugie, ze względu na czynniki historyczne zasoby kapitału prywatnego w Polsce pozostają wciąż dość mocno ograniczone. Pomimo trwającego od trzech dekad szybkiego wzrostu gospodarczego, nie udało się ich jeszcze rozbudować na tyle, aby był on w stanie samodzielnie objąć kontrolę nad procesami krytycznymi dla funkcjonowania i rozwoju państwa.

**Rolą własności państwowej – poza zapewnianiem usług publicznych – powinny być w tych warunkach przede wszystkim: rozwój infrastruktury energetycznej i transportowej, wsparcie procesu przekształcania wiodących polskich firm w czempionów o międzynarodowym zasięgu czy stymulowanie rozwoju zaawansowanego technologicznie przemysłu.** Udział tego ostatniego w całym polskim przetwórstwie wynosi jedynie 28% wobec 48% w strefie euro. Jest to najbardziej jaskrawa ilustracja ograniczeń krajowego kapitału prywatnego oraz wciąż stosunkowo niewielkiego zainteresowania ze strony kapitału zagranicznego rozwojem innowacyjnych gałęzi przetwórstwa w Polsce.

**Lukę w tym zakresie mogłyby potencjalnie wypełniać niektóre spółki kontrolowane przez państwo**, dysponujące możliwościami finansowymi pozwalającymi na prowadzenie szerzej zakrojonej działalności R&D. Różne krajowe podmioty wydają bowiem na ten cel wprawdzie rosnące, lecz wciąż daleko niewystarczające (w stosunku do skali gospodarki) kwoty. W Polsce relacja nakładów na badania i rozwój do PKB wyniosła w 2018 roku 1,2% wobec przeciętnej dla UE wynoszącej 2,2% oraz wskaźników przekraczających 3% w krajach uchodzących za liderów innowacyjności (Dania, Austria, Szwecja, Niemcy). W przeliczeniu na 1 mieszkańca wydatki na tym polu stanowią zaledwie 24% średniej unijnej. Za dużą część wspomnianej działalności odpowiada zaś właśnie kilka gałęzi tzw. przemysłu high-tech. Przytoczone wcześniej przykłady globalne (takich koncernów jak Airbus, Thales, NTT, Lenovo czy Temasek) pokazują, iż państwowe firmy mogą z powodzeniem budować silną pozycję w branżach stanowiących oś innowacyjnej gospodarki. Także w Polsce aktywność firm państwowych koncentruje się w kilku takich branżach (np. chemicznej, zbrojeniowej). Rolę taką mogą jednak odgrywać również inne duże spółki Skarbu Państwa, których działalność podstawowa koncentruje się na innych obszarach gospodarki, a które stopniowo zwiększają zainteresowanie jej innowacyjnymi obszarami.

**Rys. 12** Wartość dodana w polskiej gospodarce według branż, 2018



\* Zgodnie z definicją „high-technology” i „medium-high-technology” przyjętą przez Eurostat, obejmującą przemysł chemiczny, farmaceutyczny, elektroniczny, produkcję urządzeń elektrycznych, maszyn i urządzeń mechanicznych, branżę motoryzacyjną oraz produkcję pozostałych środków transportu  
Źródło: Eurostat, Analizy Pekao

## Duża różnorodność spółek spod państwowego parasola

Wg danych Ministerstwa Aktywów Państwowych pod kontrolą Skarbu Państwa działają obecnie 353 firmy, przy czym liczba ta nie uwzględnia ich spółek zależnych, które wchodzi w skład poszczególnych grup kapitałowych tworzonych przez te przedsiębiorstwa, niekiedy bardzo dużych i samych w sobie bardzo zróżnicowanych. Zarówno ich profil i skala działalności, jak ich sytuacja finansowa wykazują daleko idące różnice, co istotnie utrudnia jednoznaczną ocenę sytuacji sektora przedsiębiorstw państwowych. Różne są również przesłanki, dla których firmy te pozostają pod bezpośrednią kontrolą państwa. Zaliczyć do nich można w szczególności:

- funkcję gwaranta bezpieczeństwa gospodarczego kraju (rolę tą pełni np. koncerny energetyczne, spółki surowcowe, firmy rafineryjne czy chemiczne, jak również różnego rodzaju instytucje szeroko rozumianego sektora finansowego);
- konieczność utrzymania w należytym stanie kluczowej infrastruktury (np. przesyłu energii);
- zarządzanie nieruchomościami państwowymi, często służącymi szeroko pojętemu interesowi społecznemu i gospodarczemu;
- ułatwienie dostępu ludności do niektórych usług (np. spółki zajmujące się przewozami transportowymi osób);
- zapewnienie niezakłóconej obsługi logistycznej transportu krajowego i międzynarodowego (np. porty morskie);
- bezpośrednie wsparcie usługowe i produkcyjne innych firm państwowych.

Spora część spółek wchodzących w skład majątku państwowego, to jednak również podmioty, których w przeszłości z różnych względów nie udało się sprywatyzować. Są to często firmy borykające się z istotnymi problemami strukturalnymi i finansowymi. Jeszcze inną grupę firm stanowią dawne spółki prywatne, których próby ratowania (po wpadnięciu w problemy finansowe) z różnych względów i z różnym efektem podjęto się państwo. Przejawem tego, iż sektor przedsiębiorstw państwowych tworzy wiele strukturalnie słabych i problematycznych spółek,

jest fakt, iż blisko ¼ firm znajdujących się na liście MAP ma status spółek w upadłości bądź likwidacji. Ich dalszy ekonomiczny byt jest zatem bardzo wrażliwy, a w niektórych przypadkach wręcz przesądzony<sup>3</sup>.

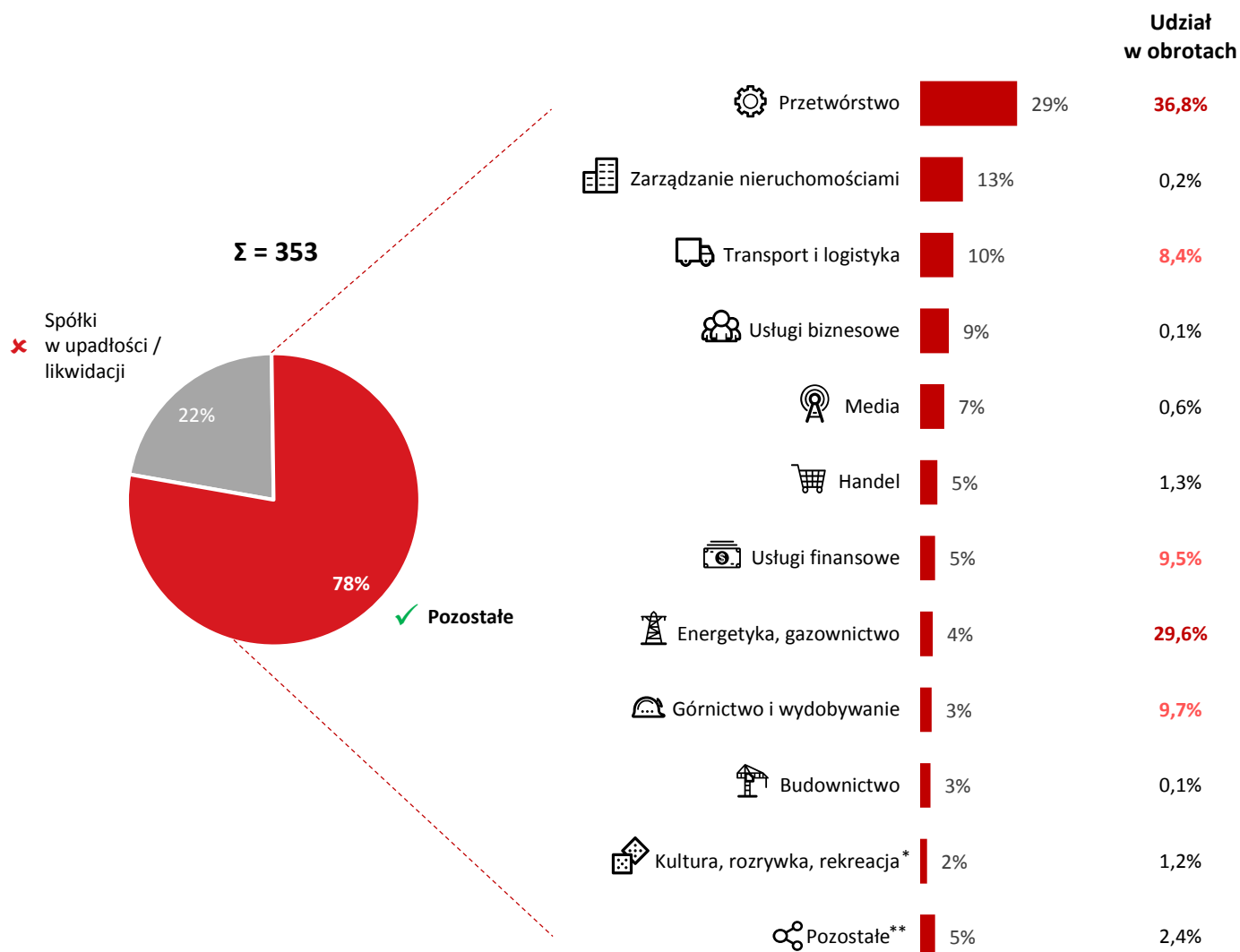
## Koncentracja na strategicznych obszarach polskiej gospodarki

Struktura branżowa pozostałych spółek również wskazuje na duże zróżnicowanie podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa, choć w znacznej mierze odzwierciedla wzorce obserwowane w innych krajach, także tych rozwiniętych. Do sektorów, które odgrywają największą rolę w całym państwowym „portfelu” (łącznie ok. 57% przychodów) należą bowiem energetyka i gazownictwo, górnictwo i wydobywanie, usługi finansowe oraz transport i logistyka. Są to obszary o strategicznym znaczeniu dla bezpieczeństwa i sprawnego funkcjonowania państwa, w dużej mierze „obsługujące” wiele innych rodzajów działalności, w dodatku często wymagające dużych i niezakłóconych (np. przez nadmierną, wyniszczającą konkurencję) inwestycji w nowoczesną infrastrukturę. W połączeniu z faktem, iż pełni one również często ważne funkcje społeczne, a sektor finansowy stanowi swoisty „krwiobieg” gospodarki, uzasadnia to utrzymującą się silną kontrolę państwa w tych branżach. Warto podkreślić, iż udział ten wydatnie wzrósł w ostatnich latach na skutek przejęcia kontroli przez państwo (za pośrednictwem PZU i PFR) nad drugim największym bankiem w kraju, Bankiem Pekao SA. Dzięki tej transakcji udział kapitału krajowego w polskim sektorze bankowym ponownie przekroczył poziom 50%, co nieprzypadkowo jest zjawiskiem charakterystycznym dla wszystkich dużych krajów Europy Zachodniej.

Relatywnie duże zaangażowanie państwa (29% wszystkich spółek generujących blisko 37% ich łącznych obrotów) ma miejsce również w przetwórstwie przemysłowym. Duży udział tego sektora w łącznej liczbie spółek państwowych jest pochodną profilu polskiej gospodarki, dla której odgrywał on zawsze istotną rolę, a w której część zakładów nie została w przeszłości sprywatyzowana. Należy jednak podkreślić, iż na łączne przychody spółek SP z tego obszaru gospodarki składa się w znacznej mierze działalność zaledwie kilku dużych koncernów, mających status krajowych, a nawet regionalnych czempionów. Są to przedsiębiorstwa notujące konsekwentny rozwój,

3) Jest to efekt różnych czynników, w tym nagromadzonych na przestrzeni ostatnich 30 lat problemów strukturalnych, nieefektywności zarządzania oraz braku rozwoju tych firm, zwłaszcza w zderzeniu z trudami konkurencji wolnorynkowej



**Rys. 13** Status i zróżnicowanie branżowe spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa

\* Uwzględnia również gry losowe i zakłady wzajemne \*\* w tym. m.in. rolnictwo i leśnictwo, ochrona zdrowia, hotele i restauracje, telekomunikacja i IT  
 Źródło: Ministerstwo Aktywów Państwowych, Bisnode, Analizy Pekao

stopniowo wykraczające poza swój pierwotny obszar działalności, w dodatku funkcjonujące w gałęziach przemysłu o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki i bezpieczeństwa państwa. W przeszłości podjęty został w ich przypadku trud konsolidacji celem wzmocnienia tych podmiotów i zwiększenia ich siły kapitałowej, niezbędnej dla inwestycji gwarantujących dalszy rozwój.

Do podmiotów takich zaliczyć można w szczególności **Grupę PKN Orlen i Lotos** (dominujące w branży paliwowej, zaspokajającej niemal w 100% potrzeby lokalnych firm i gospodarstw domowych) oraz **Grupę Azoty** (stanowiącą rdzeń krajowej branży chemicznej, zaopatrującej w ważne półprodukty wiele innych sektorów gospodarki). Dużym holdingiem, istotnie kontrybuującym w łączne przychody przemysłowych

spółek Skarbu Państwa, jest ponadto Polska Grupa Zbrojeniowa – podmiot konsolidujący najważniejsze zakłady przemysłu zbrojeniowego, na którego wzmocnieniu (wzorem innych dużych państw) mocno zależy państwowemu właścicielowi.

### Duża rozpiętość skali działalności, kluczowa rola liderów

**Silne zróżnicowanie spółek kontrolowanych przez państwo odzwierciedla również ich rozkład pod względem osiągniętych przychodów z działalności.** Pomijając spółki w upadłości czy likwidacji, aż 60% z nich stanowią relatywnie małe (o rocznych obrotach 10-50 mln PLN), bądź bardzo małe podmioty (poniżej 10 mln PLN), często realizujące specyficzne funkcje z punktu widzenia potrzeb społeczeństwa, gospodarki czy innych przedsiębiorstw państwowych. W wielu przypadkach są

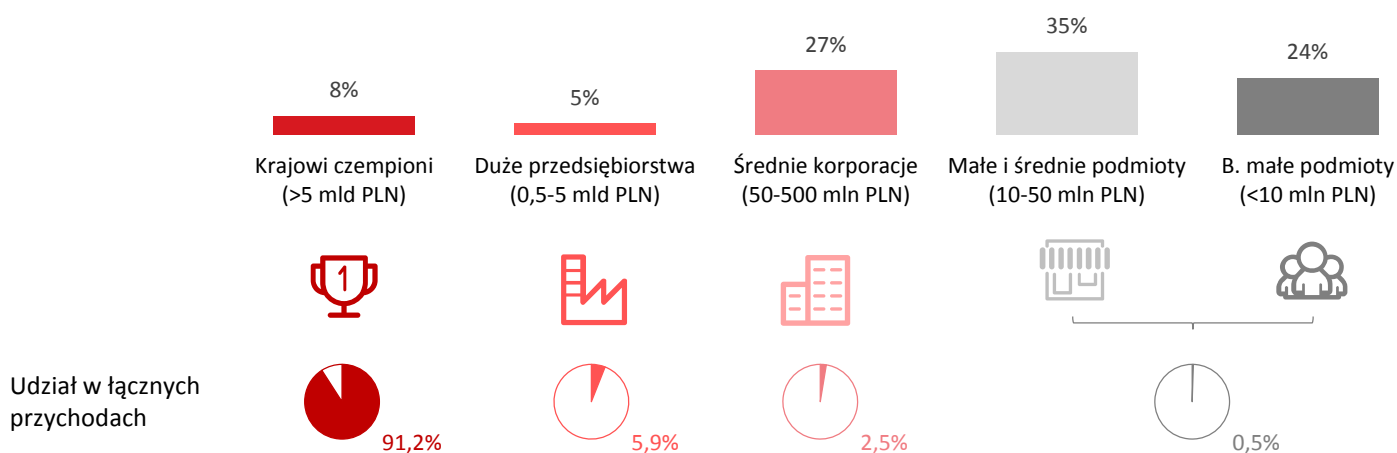
to jednak podmioty relatywnie słabe, niekoniecznie dobrze radzące sobie z konkurencyjnymi realiami gospodarki rynkowej. Firmy te generują zaledwie 0,5% łącznych przychodów sektora przedsiębiorstw państwowych, mając prawdopodobnie jeszcze niższy udział w jego łącznym zysku.

Na przeciwnym biegunie wykształciła się **grupa ok. 20 przedsiębiorstw, które można określić mianem krajowych „czempionów”**. Są to w większości dobrze wkomponowane w gospodarkę rynkową koncerny, osiągające znaczną skalę działalności (ponad 5 mld PLN), przy czym największy z nich – Grupa PKN Orlen z przychodami przekraczającymi 100 mld PLN jest jednocześnie ważnym graczem regionalnym (duże aktywa w ościennych krajach), a zarazem największą firmą Europy Środkowej. **Przy 8% udziale w łącznej liczbie spółek państwowych** (pomijając podmioty

w upadłości czy likwidacji) **generują one aż ponad 90% ich łącznych przychodów**. Posiadają one przy tym często bardzo rozbudowane struktury organizacyjne - w skład tworzonych przez nie grup kapitałowych wchodzi nierzadko nawet kilkadziesiąt spółek, spośród których część to duże i prężne podmioty, które samodzielnie także znalazłyby się na liście największych polskich firm.

Istotną rolę w tym zestawieniu odgrywają również nieco mniejsze, choć wciąż duże przedsiębiorstwa (o przychodach w przedziale 0,5-5 mld PLN), które przy ok. 5% udziale w łącznej liczbie SSP odpowiadają za blisko 6% ich całkowitych przychodów). Przyjmując biznesową nomenklaturę do sektora korporacji (firm osiągających przychody powyżej 50 mln PLN) zaliczyć można również dalsze 27% spółek kontrolowanych przez państwo, kontrybuujących w ok. 2,5% ich łącznych obrotów.

**Rys. 14** Rozkład firm państwowych wg przedziału obrotów\* (mln PLN)



\* Najświeższe dostępne dane, z pominięciem podmiotów w upadłości lub likwidacji, dla ok. 250 podmiotów, dla których dostępne są dane o przychodach  
Źródło: Ministerstwo Aktywów Państwowych, Bisnode, Analizy Pekao

Choć sektor spółek państwowych często postrzega się przez pryzmat wspomnianych małych i strukturalnie słabych podmiotów, to jednak w rzeczywistości jego rdzeń stanowią duże i często zdrowe przedsiębiorstwa - osiągające znaczne zyski oraz dysponujące siłą kapitałową, którą wykorzystują do realizacji inwestycji istotnych w skali całej gospodarki. Część z nich od pewnego czasu skutecznie rozwija również działalność zagraniczną, zarówno w formie aktywności eksportowej, jak i inwestycji kapitałowych. **Skalą działalności wiele z nich dorównuje (bądź przewyższa) działającym w kraju filiom koncernów międzynarodowych, stanowiąc**







































**dla nich ważną przeciwwagę w krajowym ekosystemie przedsiębiorstw**. To ostatnie wydaje się szczególnie ważne, biorąc pod uwagę fakt, że kryteria te spełnia bardzo znikoma liczba firm z polskim kapitałem prywatnym (efekt wciąż stosunkowo krótkiej historii gospodarki wolnorynkowej w Polsce). Czołowe koncerny państwowe odgrywają także ważną rolę społeczną, zaliczając się do największych pracodawców w kraju, jak również będąc ważnym współorganizatorem (sponso-rem) życia kulturalnego, rozrywkowego czy sportowego. To głównie te firmy należy mieć na uwadze przy ogólnej ocenie funkcjonowania spółek Skarbu Państwa.

## Liderzy sektora spółek państwowych to zarazem największe przedsiębiorstwa w Polsce

Do państwowych czempionów zalicza się 19 grup państwowych osiągających roczne obroty przekraczające 5 mld PLN. Zestawienie to tworzy 8 spółek z szeroko rozumianego sektora energii (obejmującego wytworzenie energii elektrycznej, paliw oraz wydobycie i dostawę gazu ziemnego), 3 operatorów transportowo-logistycznych, 3 duże spółki wydobywcze, 2 duże grupy z sektora finansowego (PZU wraz z Bankiem Pekao i Alior oraz PKO BP) oraz po jednym podmiocie z branży chemicznej, zbrojeniowej oraz gier losowych.

Są to podmioty cieszące się dominującą pozycją w swoich dziedzinach, korzystające niejednokrotnie z oligopolistycznej czy wręcz monopolistycznej struktury rynku, w większości osiągające przez to pokaźne zyski. Część tych firm zmagają się jednak ze sporymi wyzwaniami o podłożu strukturalnym, które obecny kryzys może wręcz potęgować. Zaliczyć do nich można zwłaszcza spółki wydobywające węgiel kamienny, spółki transportowe oraz Polską Grupę Zbrojeniową. W coraz bardziej wymagającym otoczeniu regulacyjnym (rosnące koszty CO<sub>2</sub>) funkcjonują również 4 państwowe koncerny energetyczne, obciążone dodatkowo

**Rys. 15** Państwowi czempioni – charakterystyka\*

Firma	Branża	Przychody**, 2019 (mld PLN)	Zysk netto**, 2019 (mln PLN)	Udział SP
PKN Orlen	 Przemysł paliwowy	112,3	4487	 28%
PGNiG	 Gazownictwo	42,0	1371	 72%
Polska Grupa Energetyczna	 Energetyka	38,4	-3928	 57%
Lotos	 Przemysł paliwowy	29,6	1153	 53%
PZU	 Usługi finansowe	25,4	5185	 34%
KGHM Polska Miedź	 Górnictwo	23,5	1421	 32%
Tauron Polska Energia	 Energetyka	19,7	-12	 30%
Enea	 Energetyka	15,8	331	 52%
PKO BP	 Usługi finansowe	15,0	4032	 29%
Grupa Azoty	 Przemysł chemiczny	11,4	408	 33%
Energa	 Energetyka	11,3	-1001	 80%
Totalizator Sportowy	 Gry i zakłady	9,9	234***	 100%
Grupa PKP	 Transport i logistyka	9,5	550	 100%
Polskie Sieci Elektroenergetyczne	 Energetyka	9,1	490***	 100%
Polska Grupa Górnicza	 Górnictwo	9,0	-427	 100%
Jastrzębska Spółka Węglowa	 Górnictwo	9,0	650	 55%
Polska Grupa Zbrojeniowa	 Przemysł zbrojeniowy	7,7	392	 44%
PLL LOT	 Transport i logistyka	7,4	45***	 100%
Poczta Polska	 Transport i logistyka	7,2	-68***	 100%

\* Zestawienie nie obejmuje pojedynczych spółek wchodzących w skład grup kapitałowych \*\* W przypadku grup kapitałowych dane skonsolidowane \*\*\* Dane za 2018 rok  
Źródło: Ministerstwo Aktywów Państwowych, Bisnode, Analizy Pekao, doniesienia prasowe

problemami powiązanych z nimi kapitałowo kopalń, co w ubiegłym roku skutkowało przejściową utratą przez nie rentowności. Pozostałe firmy z czołówki to jednak podmioty generujące wysokie i stabilne zyski.

Warto podkreślić, iż **firmy państwowe ze ścisłej czołówki to jednocześnie podmioty notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych**, odpowiadające za znaczną część jej łącznych obrotów (i wchodzące w skład jej głównego indeksu – WIG 20). W większości z nich państwo posiada udziały mniejsze niż 50% łącznego akcjonariatu. Przy silnie rozdrobnionej strukturze właścicielskiej, często w połączeniu z gwarantowanymi ustawowo szczególnymi przywilejami (prawo tzw. złotej akcji), zapewniają one jednak Skarbowi Państwa utrzymanie pełnej kontroli nad omawianymi spółkami, podczas gdy fakt notowania na giełdzie mobilizuje państwowego właściciela do utrzymania rynkowego kierunku rozwoju tychże przedsiębiorstw.

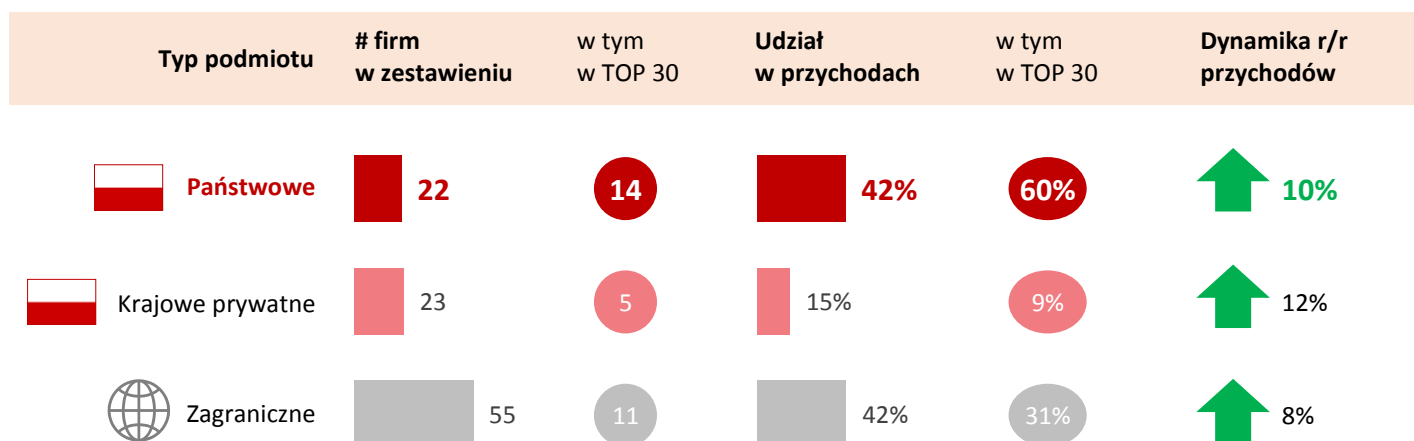
### Państwowi giganci istotną przeciwwagą dla obecnych w Polsce koncernów zagranicznych

Rolę spółek Skarbu Państwa w krajowym ekosystemie przedsiębiorstw dobrze odzwierciedla analiza zestawienia **100 największych polskich firm. Większość** obecnych w nim podmiotów **stanowią filie koncernów zagranicznych, które zdominowały wiele dziedzin polskiej gospodarki**, będąc ważnym motorem jej rozwoju w ostatnich latach. Fakt ten niesie jednak ze sobą również pewne poważne konsekwencje, związane z umiejscowieniem ośrodków władzy tych koncernów

poza granicami Polski. Nasz kraj postrzegany jest przez nie jako atrakcyjna lokalizacja dla działalności produkcyjnej, co w ostatnich kilkunastu latach skutkowało znaczącym napływem inwestycji zagranicznych. Jednak spośród wielu atutów, jednym z najważniejszych są niskie koszty pracy – firmy międzynarodowe lokują w Polsce przede wszystkim prostsze procesy generujące wiele słabiej opłacanych miejsc pracy, podczas gdy te o wyższej wartości dodanej, w większym stopniu oparte o wiedzę i kapitał ludzki (a przez to lepiej wynagradzane), skoncentrowane są raczej na ich rynkach macierzystych. Ponadto przyciąganie inwestycji zagranicznych było w przeszłości opłacone pewnymi kosztami, odczuwalnymi po dzień dzisiejszy. Najważniejszym z nich są ulgi podatkowe oferowane firmom zagranicznym np. w specjalnych strefach ekonomicznych. Ośrodki decyzyjne poza granicami kraju to również większa niepewność dalszego kierunku rozwoju w warunkach kryzysowych, z jakimi mamy do czynienia obecnie.

Wspomniane porównanie 100 największych firm / grup kapitałowych w Polsce uwypukla **równoważącą względem koncernów międzynarodowych rolę największych firm państwowych**. 22 przedsiębiorstwa kontrolowane przez Skarb Państwa odpowiadały w 2019 roku za ok. 42% łącznych przychodów firm z czołowej setki. To tyle samo co 55 firm kontrolowanych przez kapitał zagraniczny, które znalazły się w omawianym rankingu. Jednocześnie w ścisłej czołówce 30 największych firm w Polsce koncernów państwowych

**Rys. 16** Spółki pod kontrolą Skarbu Państwa w zestawieniu TOP 100 polskich firm\* w 2019 roku



\* Wg przychodów. Z zestawienia wyłączono spółki wchodzące w skład poszczególnych grup kapitałowych oraz spółkę Cinkciarz.pl (specyficzna działalność, gdzie poziom obrotów nie do końca oddaje skalę działalności podmiotu)

Źródło: „Lista 500” Rzeczypospolitej, Ministerstwo Aktywów Państwowych, Analizy Pekao

jest aż 14 (z ok. 60% udziałem w przychodach spółek TOP 30).

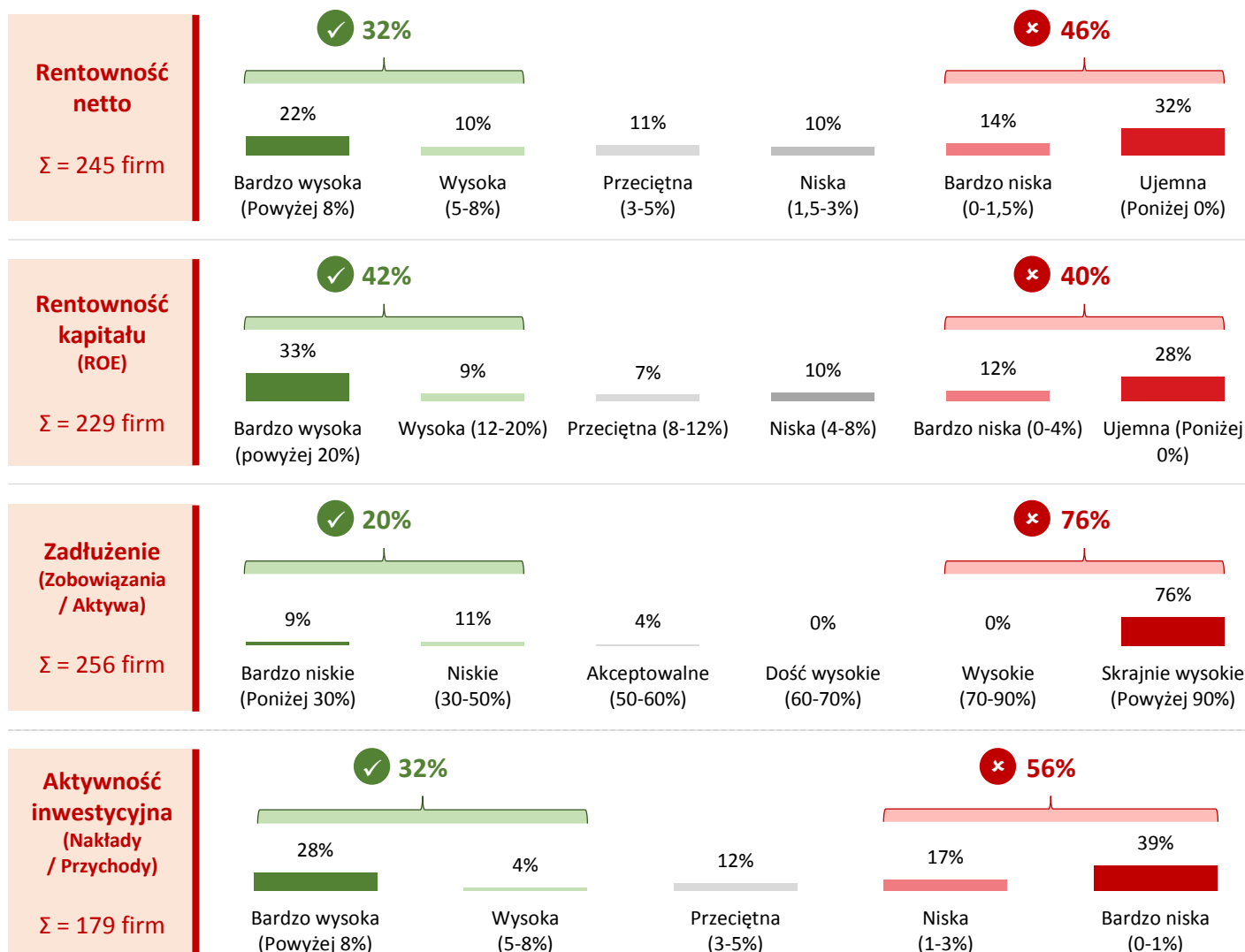
Na tym tle firmy z polskim kapitałem prywatnym wypadają dość blado (23 spółki generujące ok. 15% przychodów). Choć wiele z nich na przestrzeni lat z sukcesem rozwinęło swoje biznesy, osiągając w swoich dziedzinach status czempionów i międzynarodowych graczy, to jednak ich siła przebicia oraz możliwości kapitałowe są wciąż dość ograniczone. W szczególności mało prawdopodobne jest przejęcie przez nie któregoś z większych od nich państwowych czempionów. Próba dalszej prywatyzacji największych spółek Skarbu Państwa w praktyce oznaczałaby więc konieczność oddania firm w większości o strategicznym

znaczeniu gospodarczym w ręce zagranicznych inwestorów, co na dzień dzisiejszy nie wydaje się leżeć w szeroko pojętym interesie państwa.

Co istotne, w przededniu kryzysu największe spółki państwowe notowały także dynamiczny rozwój – wzrost ich łącznych przychodów o 10% r/r w 2019 roku, był wynikiem jedynie nieznacznie słabszym niż polskich firm z kapitałem prywatnym zawartych w tym zestawieniu (+12% r/r), a jednocześnie lepszym niż objętych rankingiem największych firm kontrolowanych przez kapitał zagraniczny (+8%). Pokazuje to, iż **własność państwowa nie stanowi istotnej bariery rozwojowej tych firm**, a w pewnych specyficznych uwarunkowaniach może być nawet okolicznością sprzyjającą.

**Rys. 17** Sytuacja finansowa spółek pod kontrolą Skarbu Państwa – charakterystyka\*

Odsetek firm w danym przedziale wskaźnika



\* Dane za rok 2019 lub 2018 (w zależności od dostępności danych), dla spółek nie znajdujących się w stanie upadłości lub likwidacji  
Źródło: Bisnode, Ministerstwo Aktywów Państwowych, Analizy Pekao

## Skrajnie różna jest również sytuacja finansowa spółek Skarbu Państwa

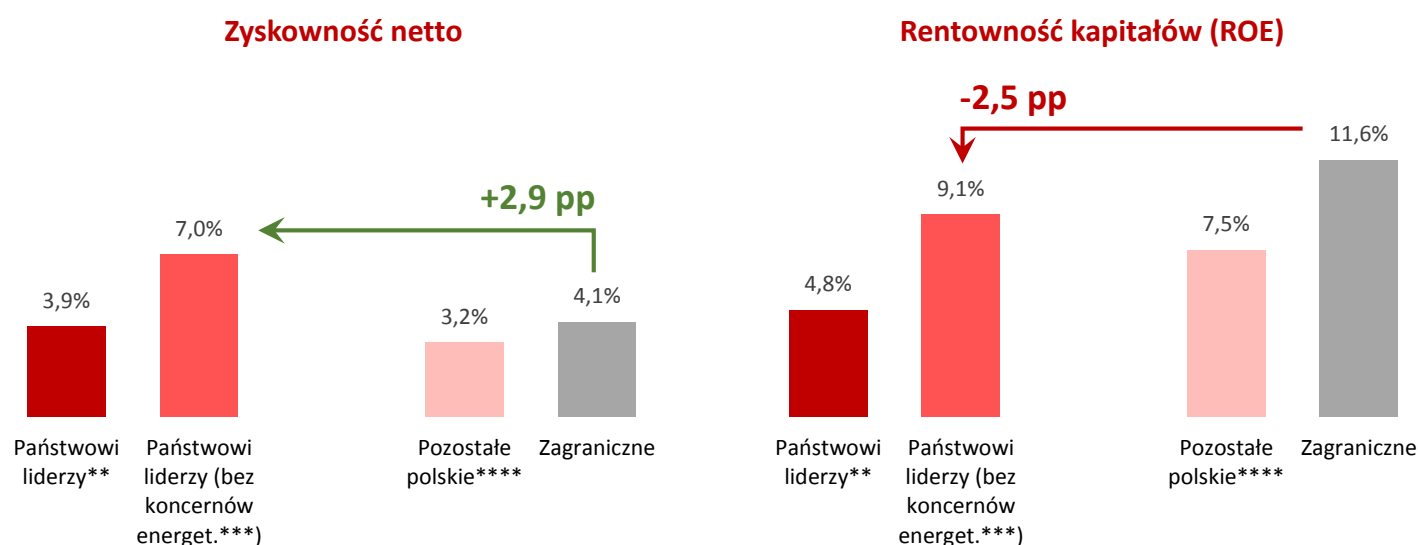
Daleko idące różnice spółki kontrolowane przez państwo wykazują również pod względem ich ogólnej sytuacji finansowej. Dobrze odzwierciedlają to rozkłady niektórych kluczowych wskaźników obrazujących rentowność, zadłużenie oraz aktywność inwestycyjną:

- 1. podczas gdy ok. 32% analizowanych spółek** z listy Ministerstwa Aktywów Państwowych<sup>4</sup> **wykazuje wyraźnie ponadprzeciętną rentowność netto** (zysk w relacji do przychodów powyżej 5% vs. średnia z lat 2018-2019 dla całej gospodarki na poziomie 4,1%), **dokładnie taki sam odsetek stanowią podmioty nierentowne** (wykazujące stratę), a zyskowność dalszych 14% jest bardzo niska (<1,5%);
- 2. nieco korzystniejszy rozkład charakteryzuje rentowność kapitałów** – udział analizowanych podmiotów o zdecydowanie ponadprzeciętnym wskaźniku ROE (powyżej 12% wobec średniej dla całego sektora przedsiębiorstw na poziomie ok. 9%) wynosi nieco ponad 40%, przy 42% udziale podmiotów wykazujących bardzo niski lub ujemny poziom tego wskaźnika;
- 3. na taki stan rzeczy składa się jednak w dużej mierze bardzo duży odsetek firm państwowych o skrajnie wysokim zadłużeniu** (aż ok. ¾ podmiotów z relacją

zobowiązań do aktywów powyżej 90%), co w świetle ich relatywnie niskich kapitałów przekłada się w wielu przypadkach na zawyżone ROE (niekiedy świadczące o dobrej kondycji spółki)<sup>5</sup>. Zróżnicowanie sytuacji spółek państwowych jest pod tym względem jest szczególnie duże – dzielą się one bądź na podmioty znajdujące się w pułapce zadłużenia, bądź też takie o niskim lub bardzo niskim wskaźniku zadłużenia (ok. 1/5 firm z relacją zobowiązań do aktywów poniżej 50%). W zasadzie brakuje spółek SP znajdujących się niejako pośrodku (o wskaźnikach zadłużenia w okolicach poziomów referencyjnych);

- 4. blisko 30% spółek** kontrolowanych przez Skarb Państwa **wykazuje zdecydowanie ponadprzeciętną aktywność inwestycyjną** (relacja nakładów do przychodów powyżej 8% wobec średniej dla gospodarki poniżej 5%). Wiele firm państwowych podejmuje trud inwestycyjny służący szerzej pojętemu interesowi (wykraczającemu poza cele strictly biznesowe), co częściowo może tłumaczyć bardzo wysokie zadłużenie niektórych z nich. **Z drugiej strony bardzo trudna sytuacja finansowa wielu podmiotów niemal całkowicie uniemożliwia aktywność inwestycyjną** (blisko połowa spółek z niską lub bardzo niską relacją nakładów do przychodów).

**Rys. 18 Rentowność czołowych koncernów państwowych na tle innych dużych przedsiębiorstw\* (2019)**



\* Firm o liczbie pracujących powyżej 249 osób wypełniających sprawozdania F-01 \*\* Grupy kapitałowe o skonsolidowanych przychodach powyżej 10 mld PLN (PKN Orlen, PGE, PGNiG, Lotos, KGHM, Azoty, Energa, Enea, Tauron Polska Energia, PZU, PKO BP) \*\*\* bez PGE, Energa, Tauron Polska Energia i Enea

\*\*\*\* Zarówno przedsiębiorstwa prywatne, jak i pozostałe spółki państwowe

Źródło: Rzeczpospolita, Bisnode, Ministerstwo Aktywów Państwowych, Pont Info, Analizy Pekao

4) Nie będących w stanie upadłości czy likwidacji, dla których znane są wyniki za 2018 lub 2019 rok

5) Część firm posiada wręcz ujemne kapitały, co jest sytuacją skrajnie niekorzystną

## Wielu państwowych liderów dorównuje jednak firmom prywatnym pod względem rentowności

Na tle całego sektora przedsiębiorstw państwowych ponownie relatywnie dobrze kształtuje się sytuacja finansowa jego liderów. Co więcej, dane finansowe największych grup kapitałowych (o przychodach >10 mld PLN) kontrolowanych przez Skarb Państwa pokazują, iż osiągnięta przez nie w 2019 roku rentowność netto (3,9%) była zbliżona do średniej dla dużych firm zagranicznych (zatrudniających co najmniej 250 osób) oraz wyższa niż w dużych firmach z kapitałem krajowym (zarówno prywatnych jak i pozostałych państwowych). Wyłączając natomiast z analizowanej grupy borykające się w ub.r. z wyjątkowo niekorzystnymi uwarunkowaniami rynkowymi (w tym regulacyjnymi) 4 koncerny energetyczne, przeciętna zyskowność netto pozostałych liderów sektora SSP (7,0%) wyraźnie przewyższała w ubiegłym roku tą uzyskaną przeciętnie przez pozostałych (zarówno zagranicznych, jak i krajowych) przedstawicieli sektora dużych firm.

Nieco gorzej kształtuje się efektywność największych firm państwowych mierzona rentownością kapitałów (ROE). W tym wypadku przeciętny wskaźnik osiągnięty w 2019 roku przez czołowe spółki SP (niecałe 5%) był wyraźnie gorszy od średniej dla dużych podmiotów z kapitałem zagranicznym (11,6%), nawet po wyłączeniu problematycznych w ubiegłym roku grup energetycznych (9,1%). Należy jednak podkreślić, że o różnicach w tak mierzonej rentowności decyduje w dużej mierze dość konserwatywne podejście państwowych czem-

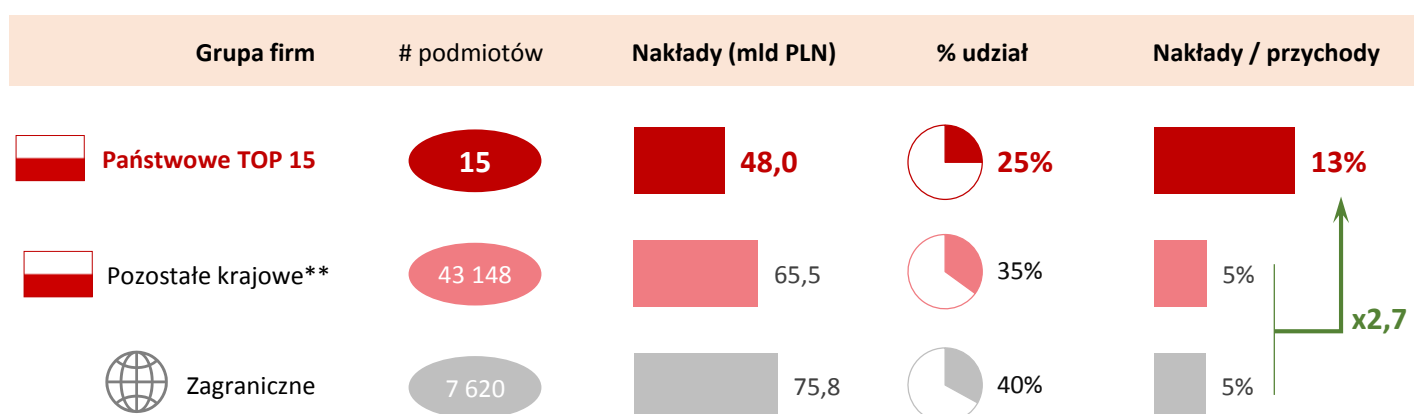
piónów do kwestii zadłużania się, co w warunkach kryzysowych może być postrzegane jako pewien atut. Dysponują one bowiem istotnymi nadwyżkami kapitałów, które w okresach zawirowań gospodarczych stanowią pewien bufor stabilizujący ich ogólną sytuację finansową oraz podtrzymujący ich niewątpliwie duże możliwości inwestycyjne, które w ostatnich latach były przez nie dość aktywnie wykorzystywane.

## Wiodą one również prym pod względem aktywności inwestycyjnej

Dane o ponoszonych przez największe spółki państwowe nakładach inwestycyjnych pokazują również wyraźnie, iż są one bardzo ważnym wehikułem dla realizacji kluczowych z punktu widzenia państwa inwestycji w zakresie strategicznej infrastruktury przemysłowej oraz transportowej. 15 najbardziej aktywnych na tym polu koncernów państwowych zrealizowało w 2019 roku inwestycje o łącznej wartości blisko 48 mld PLN. Stanowiło to aż około 25% wszystkich nakładów poniesionych przez ogół przedsiębiorstw o liczbie pracujących powyżej 9 osób. Dla porównania pozostałe ok. 43 tys. firm z kapitałem krajowym poniosło w tym czasie nakłady tylko o kilkanaście mld większe (35% wszystkich), podczas gdy udział ponad 7,5 tys. firm zagranicznych (powszechnie kojarzonych z dużymi inwestycjami) wyniósł ok. 40%.

Duża aktywność inwestycyjna największych spółek Skarbu Państwa znajduje odzwierciedlenie również w bardzo wysokiej relacji ponoszonych nakładów do

**Rys. 19** Aktywność TOP 15 państwowych inwestorów na tle całego sektora przedsiębiorstw\*, 2019



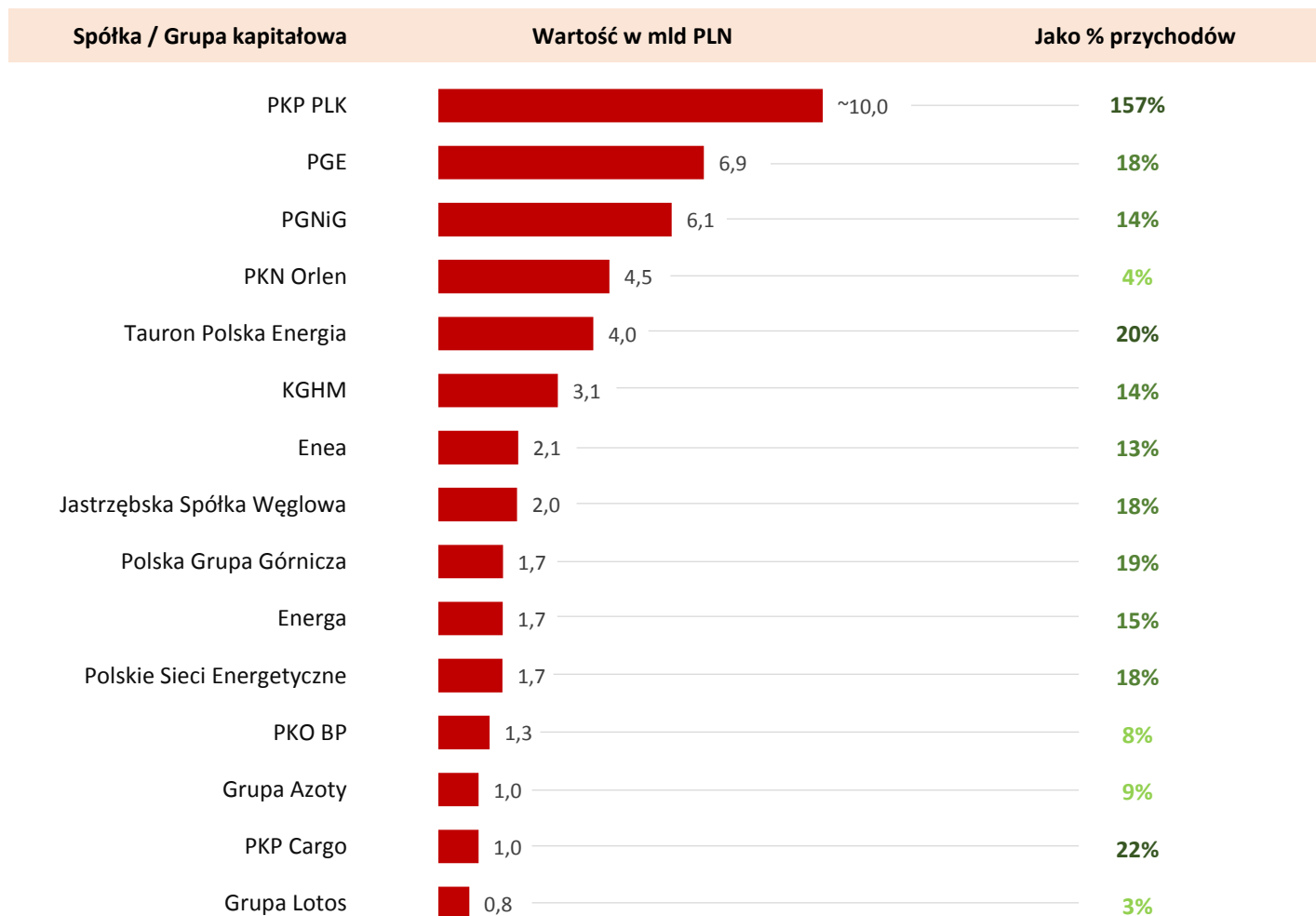
\* Porównanie dotyczy firm o liczbie pracujących powyżej 9 osób wypełniających sprawozdania F-01 \*\* Prywatne jak i pozostałe spółki państwowe  
Źródło: Rzeczpospolita, Bisnode, doniesienia prasowe, Ministerstwo Aktywów Państwowych, Pont Info, Analizy Pekao

**realizowanych przychodów** (ok. trzykrotnie wyższej niż dla firm zagranicznych czy pozostałych spółek krajowych). Liderzy sektora przedsiębiorstw państwowych podejmują niejednokrotnie **trud inwestycyjny wykraczający poza zwykłe ramy biznesowe, który prawdopodobnie nie miałby miejsca w przypadku kontroli tych podmiotów przez kapitał prywatny**. Inwestycje te realizowane są natomiast głównie we wrażliwych sektorach polskiej gospodarki, służąc domykaniu istniejącej w nich luki infrastrukturalnej.

W takich okolicznościach nie powinien dziwić fakt, iż **największe państwowe grupy kapitałowe tworzą ścisłą czołówkę największych inwestorów krajowego sektora przedsiębiorstw**. Specyficznym przykładem jest spółka PKP Polskie Linie Kolejowe, która realizuje program modernizacji krajowej sieci kolejowej, stanowiąc odpowiednik GDDKiA (będącej nie tyle przedsiębiorstwem, co agendą rządową) w obszarze inwestycji dro-

gowych. Firma ta, znajdując się w szczytowej fazie realizacji programu, ponosi obecnie - przy kluczowym udziale funduszy unijnych – nakłady wyraźnie przewyższające osiągnęte przez nią przychody. W dalszych 10 przypadkach spółki z inwestycyjnego TOP 15 wykazały w ubiegłym roku relację nakładów do przychodów na poziomie dwucyfrowym. Szczególnie dużą aktywność na tym polu wykazywały spółki z sektora energetycznego, gdzie potrzeby inwestycyjne (w zakresie modernizacji i rozbudowy infrastruktury wytwórczej oraz przesyłowej) są szczególnie duże. W tym kontekście zwraca uwagę kontrast pomiędzy ubiegłorocznymi nakładami inwestycyjnymi oraz wynikami finansowymi tych spółek. Podmioty te ponoszą bardzo duży wysiłek inwestycyjny w warunkach pogorszonej zyskowności, co będzie zapewne kontynuowane również w kolejnych latach, a co byłoby bardzo utrudnione w warunkach prywatnej własności tych podmiotów.

**Rys. 20** Koncerny pod kontrolą Skarbu Państwa o największych nakładach inwestycyjnych w 2019 roku





# 4 Stabilizująca rola spółek państwowych w dobie kryzysu



Specyficzne cechy własności państwowej w sektorze przedsiębiorstw sprawiają, iż spółki Skarbu Państwa sprawdzają się zwłaszcza w warunkach kryzysowych, kiedy szczególnego znaczenia nabiera kwestia stabilności działania i różnego rodzaju aspekty społeczne. Koncerny państwowe są bardzo ważnym i stabilnym źródłem dochodów podatkowych, dużym i pewnym pracodawcą, a obecność kapitału krajowego w sektorze bankowym zapewnia ciągłość finansowania polskiej gospodarki. Firmy kontrolowane przez Skarb Państwa mogą być również w tych warunkach platformą dla ekspansji zagranicznej, a zarazem gwarantem kontynuacji szeroko zakrojonych działań inwestycyjnych w obszarze infrastruktury. Dodatkowo od lat aktywnie wspierają one działalność kulturalno-rozrywkową, która szczególnie ucierpiała z powodu epidemii koronawirusa.

## Kryzysy gospodarcze zazwyczaj zwiększają rolę i uwypuklają mocne strony firm państwowych

Pandemia koronawirusa i konieczność wprowadzenia stosownych obostrzeń doprowadziła do globalnego spowolnienia gospodarczego na bezprecedensową skalę, będąc dla wielu przedsiębiorstw źródłem poważnych problemów, zagrażających dalszej egzystencji części z nich. W takich warunkach szczególnego znaczenia nabiera wsparcie państwa, które realizowane jest na wielu różnych płaszczyznach. Jednym z czynników stabilizujących jest również często działalność przedsiębiorstw państwowych, których specyficzne cele (nieraz wykraczające poza sferę stricte biznesową), możliwości kapitałowe oraz dość konserwatywne podejście w okresach lepszej koniunktury, pozwalają na odgrywanie szczególnej roli w czasach ekonomicznych zawirowań.

Odnosząc to do krajowych realiów, wydaje się iż przedsiębiorstwa państwowe, zwłaszcza te duże i silne finansowo, charakteryzują się cechami pozwalającymi na odgrywanie stabilizującej roli dla gospodarki szczególnie w okresach kryzysowych. Do najważniejszych argumentów wspierających tą tezę można zaliczyć w szczególności następujące fakty:

- **spółki państwowe zaliczają się do czołowych pracodawców w kraju.** W czasie poprzedniego kryzysu największe z nich utrzymywały stabilne zatrudnienie, w przeciwieństwie do firm prywatnych – aktywnie restrukturyzujących tą sferę w celu poszukiwania oszczędności kosztów;
- stanowią one również **ważne i stabilne źródło dochodów podatkowych.** Generowanie dochodów dla państwa jest jednym z celów działalności tych podmiotów, kryzys nie zwiększa zatem ich skłonności do podejmowania działań optymalizacyjnych w tym zakresie;
- **zwiększony** w ostatnich latach dzięki aktywności państwa **udział kapitału krajowego w sektorze bankowym** stanowi ważny czynnik zapewniający **ciągłość finansowania polskiej gospodarki**, a przynajmniej uniezależniający ją w tym zakresie od decyzji zagranicznych grup finansowych;
- **duże spółki państwowe dysponują największą siłą inwestycyjną** spośród wszystkich firm w kraju, a ich plany na najbliższy czas świadczą o zamiarze podtrzymania wysokiej aktywności również w kryzysie;

- kryzysy generują zazwyczaj **liczne okazje na rynku M&A**, kiedy wraz z pogarszającym się standingiem spółek istotnie obniżają się ich wyceny. Takie okoliczności sprzyjają zakupom innowacyjnych firm na rynkach zagranicznych, które mogą pozwolić na absorpcję pożądaných technologii czy posłużyć do ekspansji na nowych rynkach. Dotychczasowa historia polskich fuzji i przejęć pokazuje zaś, że firmy państwowe podejmują w tym zakresie odważniejsze decyzje niż ich prywatni odpowiednicy;
- spółki Skarbu Państwa należą do najważniejszych **mecenasów oraz sponsorów polskiego życia kulturalnego, rozrywkowego i sportowego.** Są to działalności najmocniej dotknięte przez obecny kryzys i wsparcia tego szczególnie potrzebujące. Firmy państwowe aktywnie angażują się również we wsparcie sektora ochrony zdrowia.

## Firmy państwowe zaliczają się do największych pracodawców w kraju...

Przedsiębiorstwa państwowe oraz notowane na giełdzie koncerny ze znaczącym udziałem własności państwowej należą do największych pracodawców w Polsce. W 2018 roku **aż 11 na 15 działających w naszym kraju firm o najwyższym poziomie zatrudnienia było przynajmniej częściowo kontrolowanych przez państwo.** Łącznie pracowało w nich ponad 400 tys. osób – 6% wszystkich zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw, a 12% uwzględniając jedynie firmy duże, tzn. zatrudniające 250 i więcej pracowników.

Większość spośród największych firm państwowych charakteryzowało się przy tym **wyższą od średniej dla ogółu dużych przedsiębiorstw wydajnością pracy** mierzoną wartością wyniku netto przypadającą na 1 zatrudnionego. Rzecz jasna, jest to często pochodna specyfiki sektorów, w których działają firmy państwowe. Niestety, w większości przypadków porównanie efektywności zatrudnienia poszczególnych spółek państwowych z ich prywatnymi odpowiednikami nie jest możliwe ze względu na brak na polskim rynku konkurencyjnych firm prywatnych o podobnym profilu i skali działalności.

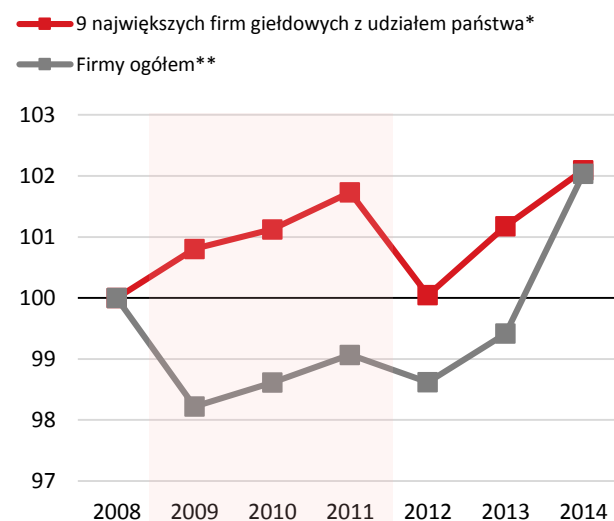
Warto też zauważyć, że **firmy państwowe mogą do pewnego stopnia wywierać stabilizujący wpływ na rynek pracy w okresach kryzysowych.** Ilustracją tego wpływu mogą być dane z okresu kryzysu finansowego z końca poprzedniej dekady. Łączne zatrudnienie w 9

**Rys. 21** Najwięksi pracodawcy w Polsce, 2018

Firma	Branża	Zatrudnienie (tys.)	Przychody na 1 zatrudnionego (tys. PLN)	Wynik netto na 1 zatrudnionego (tys. PLN)
Poczta Polska	Transport i logistyka	78,1	81	-1
Jeronimo Martins	Handel detaliczny	64,6	790	31
Polska Grupa Górnicza	Górnictwo	42,4	221	12
Polska Grupa Energetyczna	Energetyka	41,8	621	36
PZU	Usługi finansowe	41,5	819	129
PKP Polskie Linie Kolejowe	Transport i logistyka	38,7	152	-3
KGHM Polska Miedź	Górnictwo	33,6	611	49
PSH Lewiatan	Handel detaliczny	30,0	417	n/d
PKO BP	Usługi finansowe	27,9	561	134
Jastrzębska Spółka Węglowa	Górnictwo	27,2	361	65
PGL Lasy Państwowe	Leśnictwo	26,4	401	20
Tauron Polska Energia	Energetyka	25,6	707	8
LPP	Handel detaliczny	25,2	320	20
PGNiG	Gazownictwo	24,8	1 665	130
Asseco Poland	Informatyka	24,3	384	33

\* Przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 249 pracowników  
 Źródło: Rzeczpospolita, GUS, Analizy Pekao

największych spółkach giełdowych z udziałem własności państwowej wzrosło o 0,8% w 2009 r., i o kolejne 0,9% w latach 2010-2011. Redukcja zatrudnienia wystąpiła w tych firmach dopiero w 2012 r. Dla porównania w całym sektorze przedsiębiorstw (powyżej 9 pracowników) rok 2009 przyniósł spadek zatrudnienia o 1,8% r/r, a poziom z 2008 r. osiągnięto dopiero w 2014 r. Czynniki ten może mieć szczególną wagę w kontekście kryzysu COVID-19, którego specyfika sprawia, że zdolność gospodarki do utrzymania miejsc pracy może być kluczowa dla czasu trwania i skali wywołanej przez niego recesji. **Przeciwdziałanie zwolnieniom pracowników** przez firmy oraz ograniczanie negatywnego wpływu kryzysu na dochody gospodarstw domowych i ich przyszłą konsumpcję jest bowiem **jednym z najważniejszych elementów polityki antykryzysowej** przyjętej przez rząd. Firmy państwowe mogą zatem odegrać istotną rolę w realizacji tego celu, nawet jeżeli miałyby się to odbyć kosztem przejściowego pogorszenia ich efektywności.

**Rys. 22** Poziom zatrudnienia w firmach, 2008-2014 (indeks, 2008=100)

\* PKN Orlen, PGNiG, PGE, PZU, KGHM, Enea, PKO BP, Grupa Azoty, Lotos  
 \*\* Przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 9 pracowników  
 Źródło: Dane firm, GUS, Analizy Pekao

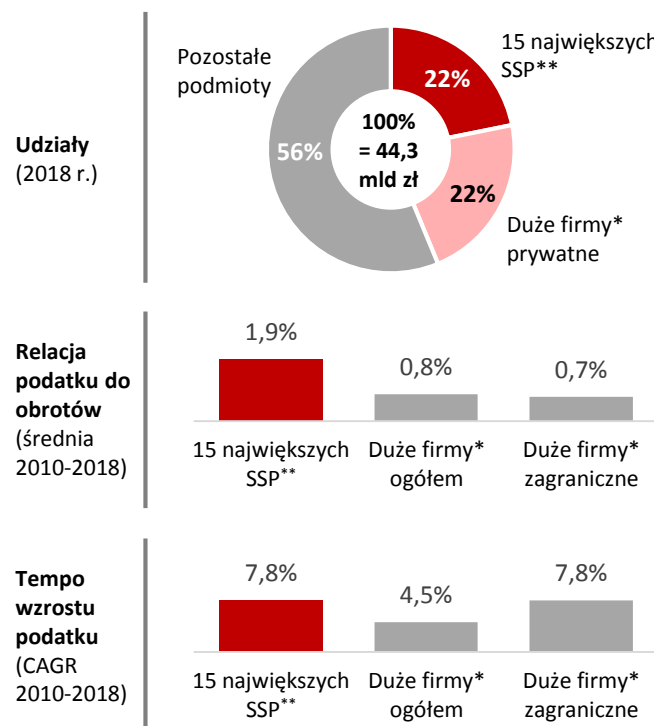
### ...to również bardzo ważne i regularne źródło wpływów dla budżetu kraju

Fakt, iż spółki skarbu państwa należą do największych przedsiębiorstw w gospodarce powinien niemal **automatycznie stawiać je w jednej linii wśród największych płatników podatków** – i tak też się dzieje w Polsce. **15 największych firm państwowych zapłaciło w 2018 r. łącznie ok. 10 mld zł podatku od dochodów.** Stanowi to **ok. 22% wszystkich wpływów z CIT** w państwie. Podobny udział mają łącznie wszystkie duże (o liczbie pracujących >250 osób) firmy prywatne w Polsce. W latach 2010-2018 kwoty wpłacane do budżetu z tego tytułu przez czołowe spółki państwowe **stanowiły średnio ok. 1,9% ich obrotów – ponad 2 razy więcej niż w przypadku ogółu dużych firm** w Polsce. Relatywnie wysokie było również tempo wzrostu podatku CIT płaconych przez te spółki (średnio o 7,8%).

To, że **firmy państwowe wpłacają do budżetu państwa niewspółmiernie więcej** (w relacji do generowanych przychodów i zysków) **aniżeli ich prywatni konkurenci**, częściowo wynika z faktu umiejscowienia wielu firm zagranicznych działających w Polsce w specjalnych strefach ekonomicznych, gdzie korzystają one z często pokaźnych ulg podatkowych. Większa jest również skłonność firm prywatnych do podejmowania działań ograniczających poziom obciążeń fiskalnych, która może wzrastać w okresach kryzysów i związanego z nim pogorszenia kondycji finansowej wielu podmiotów. Skrajną postacią takich działań jest ucieczka do szarej strefy, obserwowana częściej w segmencie najmniejszych firm, lecz wiele z nich podejmowanych jest również w granicach obowiązującego prawa, powodując uszczuplenie wpływów budżetowych państwa. Determinacja ku temu w firmach państwowych jest zdecydowanie mniejsza, jako że **dostarczanie dochodów dla budżetu centralnego jest jednym z nadrzędnych celów spółek, których właścicielem jest Skarb Państwa.**

Warto nadmienić, że dodatkowe wpływy podatkowe od firm państwowych pochodzą ze **specyficznych podatków sektorowych**, w szczególności podatku bankowego, podatku od wydobywania kopaliny, a także podatku od gier losowych i zakładów wzajemnych. Skarb Państwa kontroluje największe podmioty z odprowadzających je branż. Łączne dochody z tytułu wspomnianych podatków pozyskiwanych od spółek Skarbu Państwa liczone są w miliardach złotych.

**Rys. 23** Wpływy z podatku CIT (dane szacunkowe)



\* Powyżej 250 zatrudnionych \*\* Spółki kontrolowane przez Skarb Państwa  
Źródło: Ministerstwo Finansów, PONTinfo, Analizy Pekao

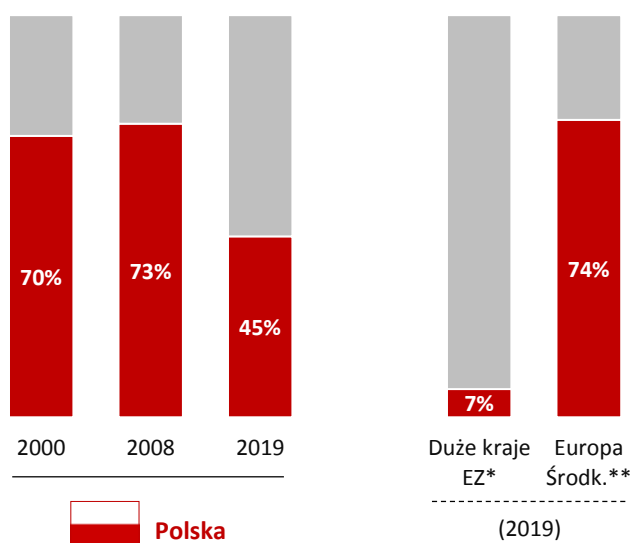
### Obecność państwa w sektorze bankowym ważna z punktu widzenia finansowania gospodarki

**Przykładem stabilizującego gospodarkę wpływu własności państwowej jest sektor bankowy.** W ostatnim czasie dzięki zwiększonej aktywności akwizycyjnej spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa (Grupy PZU i PKO BP) doszło do znaczącej zmiany układu sił w tej branży. Dominujący w sektorze do tej pory kapitał zagraniczny, wskutek deinvestycji niektórych dużych zachodnich grup finansowych (UniCredit, Nordea, GE Money), ustąpił pola kapitałowi polskiemu, który kontroluje obecnie większą część aktywów lokalnych banków.

Warto podkreślić, że **dominujący udział kapitału krajowego w sektorze bankowym jest zjawiskiem charakterystycznym dla wszystkich dużych krajów Europy Zachodniej.** Średni udział banków zagranicznych w łącznych aktywach sektora 4 największych państw UE<sup>6</sup> wynosi zaledwie ok. 7%. W krajach tych mniejszą rolę niż w Polsce odgrywa wprawdzie państwowy właściciel, lecz jak już wspomniano, możliwości kapitałowe krajowych inwestorów prywatnych są wciąż ograniczone, co w praktyce uniemożliwia przejmowanie przez nich tak dużych podmiotów jakimi są czołowe banki.

Rys. 24

### Udział kapitału zagranicznego w łącznych aktywach sektora bankowego



\* Średnia nieważona dla Niemiec, Francji, Włoch i Hiszpanii

\*\* Średnia nieważona dla Rumunii, Czech, Węgier i Słowacji

Źródło: Europejski Bank Centralny, Analizy Pekao

O tym, że silna obecność kapitału krajowego w sektorze finansowym ma znaczenie przekonują zaś doświadczenia z poprzedniego kryzysu (i to zarówno lokalne, jak i globalne). W sytuacji gdy ośrodki decyzyjne instytucji finansujących gospodarkę zlokalizowane są za granicą, ich strategię motywowane różnymi czynnikami mogą stać w sprzeczności z interesem gospodarczym danego kraju, co w krytycznym momencie może skutkować zmniejszoną dostępnością środków niezbędnych dla prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstw.

W latach 2009-2010, wskutek problemów płynnościowych europejskiego sektora bankowego w połączeniu z pogorszoną sytuacją przedsiębiorstw, na polskim rynku miało miejsce wyraźne spowolnienie akcji kredytowej dla firm. Złożył się na nie przede wszystkim spadek finansowania właśnie ze strony banków kontrolowanych przez duże zagraniczne grupy finansowe. Przeciwwagę dla nich stanowiła aktywność PKO BP oraz innych polskich banków (w tym spółdzielczych), które zwiększały w tym okresie stan kredytów średnio o ponad 20% rocznie. W tym samym czasie średnioroczny spadek finansowania w bankach zagranicznych wyniósł 13%, co łącznie złożyło się na kilkuprocentowy spadek na poziomie całego sektora bankowego w Polsce. Choć spadek finansowania firm w tym czasie był również pochodną generalnego

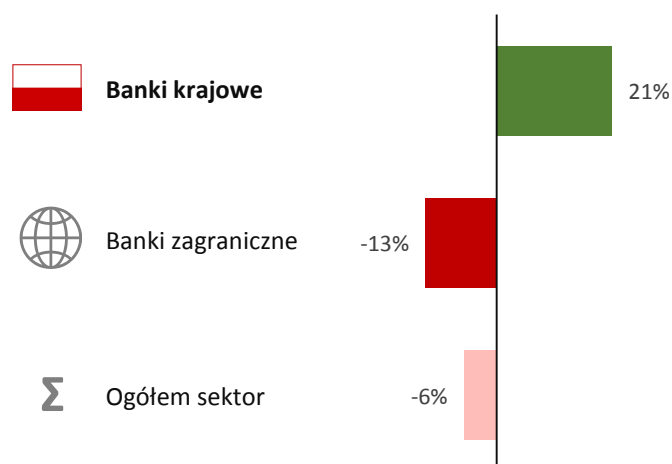
obniżenia popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw, to jednak dużo bardziej restrykcyjna polityka kredytowa banków zagranicznych była czynnikiem mało sprzyjającym z punktu widzenia szybszego wychodzenia gospodarki z kryzysu.

Do podobnych wniosków prowadzi analiza przeprowadzona w 2012 roku przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy<sup>7</sup>. Badanie, które objęło ponad 3,6 tys. banków (w tym 1,2 tys. zagranicznych) z blisko 120 krajów, wykazało iż w kluczowym 2009 roku banki zagraniczne redukowały akcję kredytową dużo wyraźniej niż instytucje krajowe (średnia różnica w dynamice kredytu dla obu grup banków wyniosła 6 pkt proc. na korzyść podmiotów kontrolowanych przez kapitał krajowy).

W kontekście obecnego kryzysu decyzje inwestycyjne podjęte w ostatnich latach przez państwowe grupy finansowe wydają się działać na korzyść polskiej gospodarki, dodatkowo wzmacniając jej fundamenty w okresie zwiększonej niepewności i pogorszenia sytuacji w sferze realnej. Należy również podkreślić, że państwowe banki, blisko współpracując z innymi centralnymi instytucjami sektora finansowego (np. NBP, BGK, PFR, KUKE) są szczególnie aktywne na polu wspierania polskich firm w najtrudniejszym etapie kryzysu COVID-19, w znacznym stopniu partycypując m.in. w procesie redystrybucji środków finansowych przyznawanych polskim przedsiębiorstwom w ramach tzw. tarczy antykryzysowej.

Rys. 25

### Średnioroczna dynamika kredytów dla firm w Polsce w latach 2009-2010



Źródło: Capital Strategy

7) *Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability*, IMF Working Paper, 2012

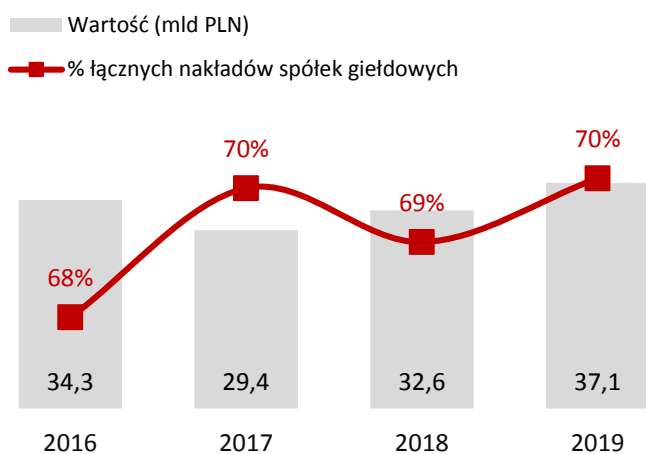
## Czołowe koncerny państwowe podtrzymują aktywność inwestycyjną sektora przedsiębiorstw

**Firmy państwowe**, odgrywając wiodącą rolę w sektorach strategicznych dla gospodarki i bezpieczeństwa kraju, **mają szczególnie duży wkład w realizację podstawowej infrastruktury**. Z jednej strony to wartość sama w sobie, ponieważ zapewnia możliwość funkcjonowania wszystkim podmiotom w gospodarce i przyciąga inwestorów zagranicznych, z drugiej zaś ich działalność pociąga za sobą znaczne nakłady finansowe, które kreują wzrost gospodarczy i napędzają rozwój wielu lokalnych firm zaangażowanych w ten proces. Wystarczy wspomnieć, że **w ostatnich 5 latach spółki notowane GPW a kontrolowane przez Skarb Państwa poniosły ok. 70% łącznych nakładów firm obecnych na głównym parkiecie warszawskiej giełdy**.

W warunkach kryzysowych ich aktywność na tym polu, skupiona często na długofalowych projektach, stanowi istotny czynnik podtrzymujący inwestycje na poziomie całej gospodarki. **Potrzeby infrastrukturalne Polski są przy tym ogromne**. Jako wciąż dynamicznie rozwijająca się gospodarka, potrzebuje ona dalszego domykania luki względem państw lepiej rozwiniętych. Gęstość sieci autostrad, średnia prędkość poruszania się pociągów czy efektywność systemu energetycznego – w tych i wielu innych obszarach nasze wskaźniki wciąż dalece odstają od poziomów, do których powinniśmy aspirować.

Rys. 26

### Nakłady inwestycyjne spółek Skarbu Państwa notowanych na GPW

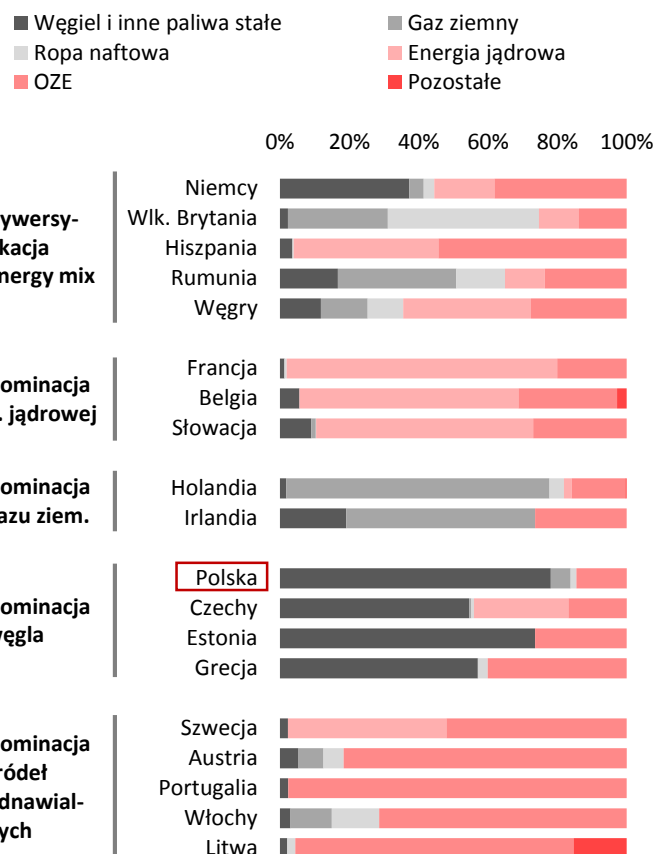


\* z głównego parkietu warszawskiej giełdy  
Źródło: Raporty finansowe spółek, Analizy Pekao

**Dobrym przykładem obszaru znacznych potrzeb inwestycyjnych**, których zaspokojenie jest w głównej mierze uzależnione od działań koncernów państwowych, **jest energetyka**. Choć oddawane w ostatnich kilku latach duże inwestycje poprawiły sytuację m.in. w zakresie rezerw mocy systemowych<sup>8</sup> (i tym samym bezpieczeństwa energetycznego), to niezmiennie dużo do zrobienia jest w obszarze poprawy jakości infrastruktury. Wiele bloków wytwórczych i elementów systemu przesyłowo-dystrybucyjnego jest przestarzałych, a przez to zbyt mało efektywnych, a z czasem będą one musiały zostać zupełnie wyłączone (zastąpione nowymi). Przyszłe inwestycje będą determinowane również przez otoczenie regulacyjne i unijną politykę klimatyczną. Podstawowym wyzwaniem polskiej energetyki jest w tym kontekście jej silne uzależnienie od węgla, którego udział w produkcji energii elektrycznej (prawie 80%) należy do najwyższych w Europie. Przyszłe inwestycje będą musiały w dużej mierze skupić się na zmianie

Rys. 27






### Struktura produkcji energii elektrycznej w wybranych krajach UE, 2018



Źródło: Eurostat, Analizy Pekao

8) Rezerwy stanowią różnicę między mocą dyspozycyjną systemu (po uwzględnieniu m.in. strat przesyłowych), a szczytowym zapotrzebowaniem na energię w gospodarce. Obecnie rezerwy stanowią ok. 27% mocy dyspozycyjnej, wobec ok. 19% w 2015 r.

# Oficjalne plany inwestycyjne wybranych spółek SP\*

Sektor	Firma	Wartość (mld PLN)	Okres realizacji	Komentarz
Transport 	PKP PLK	57,9	2019-23	Ok. 90% finansowania pochodzi ze środków unijnych
Energetyka 	PGE**	7,1	2019-23	Całość kwoty na cele modernizacji mocy wytwórczych
	Tauron	16,2	2016-25	9,5 mld zł przypada na segment dystrybucji, 6,7 mld zł na wytwarzanie. Aktualizacja z 2019 r. zakłada większy nacisk na OZE w obszarze wytwarzania.
	Energa	19,1	2016-25	13 mld zł przypada na segment dystrybucji, 6,1 mld zł na wytwarzanie
	Enea	54,1	2020-35	26,9 mld zł przypada na segment dystrybucji, 27,2 mld zł na wytwarzanie (w tym 7,3 mld zł niskoemisyjne)
	PSE	13,0	2018-27	Całość kwoty przypada na segment przesyłu energii
Gazownictwo 	PGNiG	15,0	2017-22	10 mld zł przypada na segment dystrybucji, 5 mld zł na segment energetyki i ciepłownictwa
	Gaz-System	15,0	2018-27	Rozbudowa i modernizacja systemu przesyłu gazu
Chemia i paliwa 	PKN Orlen	~20	2019-23	5,8 mld zł na działania odtworzeniowe, ~14 mld zł rozwojowe (w tym 8,3 mld zł petrochemia)
	Lotos	1,4	2020	Plany obejmują głównie kontynuację obecnych działań – strategia długoterminowa uzależniona od fuzji z Orlen
	Grupa Azoty	~6,5	2020-22	Kwota dotyczy inwestycji w kompleks produkcyjny propylenu i polipropylenu (instalacja PDH)
Górnictwo i przetwórstwo miedzi 	KGHM	11,0	2018-22	Kwota obejmuje tylko inwestycje krajowe

\* Większość strategii była przygotowywana przed wystąpieniem epidemii COVID-19, dlatego część planów może zostać zweryfikowana

\*\* Dotychczasowa główna strategia PGE obejmowała okres do 2020 r. Po ogłoszeniu nowej długoterminowej strategii planowane wydatki inwestycyjne prawdopodobnie ulegną istotnemu zwiększeniu (przytoczona kwota obejmuje tylko planowane modernizacje).

Źródło: informacje spółek (dokumenty strategiczne), Analizy Pekao

„energy mix” w kierunku znacznie większego udziału energii ze źródeł niskoemisyjnych i odnawialnych. **Wspomniane inwestycje zaliczają się do najbardziej kosztownych w przekroju całej gospodarki.** Według Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej **koszty związane z osiągnięciem tzw. neutralności klimatycznej tylko do 2030 r. mogą wynieść nawet aż 240 mld euro.**

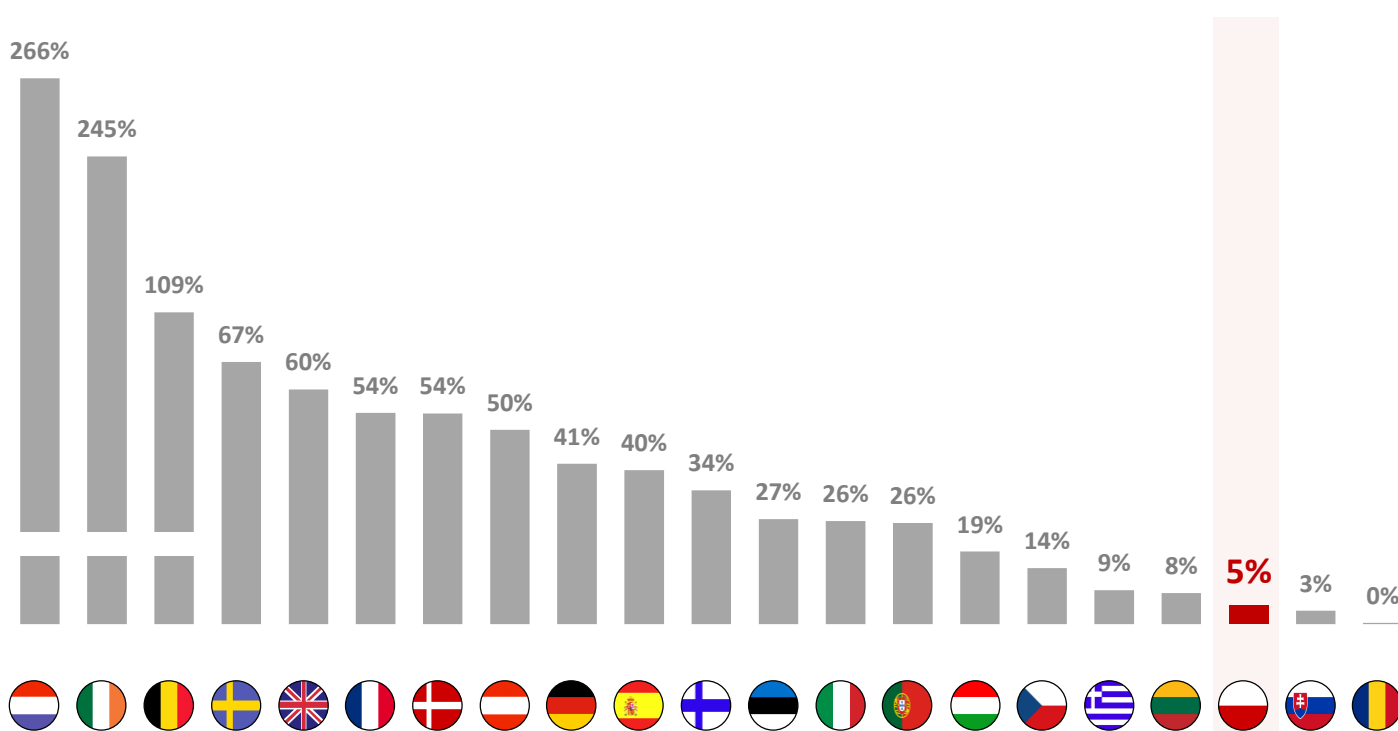
**Dużą część wymaganego wysiłku inwestycyjnego poniosą właśnie państwowe podmioty, a wiele podejmowanych przez nie działań będzie realizowanych także w okresie kryzysu.** Potwierdzają to oficjalne plany strategiczne czołowych spółek Skarbu Państwa z głównych sektorów gospodarki. Choć dotyczą one tylko części ich działalności i w dodatku różnych okresów, to jednak wyraźnie pokazują one determinację koncernów państwowych w podtrzymaniu wysokiej aktywności inwestycyjnej również w najbliższym czasie. Będzie ona zaś ukierunkowana m.in. na rozwój takich strategicznych dla funkcjonowania państwa obszarów jak infrastruktura energetyczna, przemysłowa czy transportowa.

### **Pokazały też, że mogą być skuteczną platformą do ekspansji polskiego kapitału na rynki zagraniczne**

Na przestrzeni ostatnich dwóch dekad **Polska otwierała się na świat, w imponującym tempie powiększając eksport gospodarki.** Od 2004 r. sprzedaż za granicę powiększyła się czterokrotnie, a obecnie jej relacja do PKB należy do światowej czołówki na tle podobnych do nas państw. Istotna jest w tym **rola także rodzimych przedsiębiorstw**, które coraz chętniej eksportują swoje produkty i usługi.

Pomimo tych sukcesów, **wciąż względnie ograniczona pozostaje ekspansja kapitałowa polskich firm.** Skumulowana wartość inwestycji zagranicznych na koniec 2018 roku wynosiła 29 mld USD. Ich **relacja do PKB (ok. 5%) plasowała Polskę na 4. miejscu od końca wśród wszystkich krajów UE.** Wśród krajów regionu znacznie lepiej od nas wypadają Węgry i Czechy. Podobnie niekorzystnie prezentują się statystyki m.in. w zakresie liczby transgranicznych fuzji i przejęć.









































**Rys. 28** Inwestycje bezpośrednie poza granicami kraju w relacji do PKB\*, 2018



\* W zestawieniu pominięto kraje o szczególnie liberalnych przepisach prowadzenia działalności gospodarczej (Luksemburg, Cypr, Malta).  
Źródło: UNCTAD, Analizy Pekao



# Największe przejęcia zagraniczne polskich firm\*

Firma	Cel przejęcia	Kraj	Sektor	Rok transakcji	Wartość (mln EUR)
<b>PKN Orlen</b>	Mazeikiu Nafta**	Litwa	 P. rafineryjny	2006/2009	 <b>1 686</b>
<b>KGHM</b>	Quadra FNX Mining	Kanada	 Górnictwo	2012	 <b>1 677</b>
<b>PKN Orlen</b>	Unipetrol <sup>2</sup>	Czechy	 P. rafineryjny	2005/2018	 <b>1 311</b>
<b>Grupa Azoty</b>	COMPO Expert	Niemcy	 P. chemiczny	2018	 <b>235</b>
<b>PKN Orlen</b>	Kicking Horse Energy	Kanada	 Górnictwo	2015	 <b>231</b>
<b>Synthos</b>	Kaucuk Kralupy	Czechy	 P. chemiczny	2007	 <b>195</b>
<b>PGNiG</b>	Tommeliten (złóże)	Norwegia	 Górnictwo	2018	 <b>192</b>
<b>PZU</b>	Lietuvos Draudimas	Litwa	 Finanse	2014	 <b>191</b>
<b>Orlen Upstream</b>	TriOil Resources	Kanada	 Górnictwo	2013	 <b>168</b>
<b>PKN Orlen</b>	BP (stacje ben.)	Niemcy	 P. rafineryjny	2003	 <b>140</b>
<b>Grupa Lotos</b>	Centrica (złóże)	Norwegia	 Górnictwo	2013	 <b>130</b>
<b>Orlen Upstream</b>	FX Energy	USA	 Górnictwo	2015	 <b>110</b>
<b>PKP Cargo</b>	AWT	Holandia	 Transport	2015	 <b>103</b>
<b>Ciech***</b>	Sodawerk Strassfurt	Niemcy	 P. chemiczny	2007	 <b>101</b>
<b>Asseco</b>	Formula Systems	Izrael	 Usługi IT	2010	 <b>83</b>
<b>Barlinek</b>	Diana Forest	Rumunia	 P. drzewny	2008	 <b>83</b>
<b>Synthos</b>	INEOS Styrenics	Holandia	 P. chemiczny	2016	 <b>79</b>
<b>Złomrex</b>	Mechel Stahlhandel	Austria	 P. metalowy	2007	 <b>77</b>
<b>Morpol</b>	Laschinger	Niemcy	 P. spożywczy	2007	 <b>75</b>
<b>Lotos Petrobaltic</b>	Geonafta	Litwa	 Górnictwo	2011	 <b>57</b>

\* Tabela uwzględnia tylko transakcje o publicznie ujawnionej wartości. Kolorem czerwonym oznaczone spółki o dominującej własności państwowej \*\* Uwzględniono obydwie zrealizowane transakcje \*\*\* W momencie transakcji Ciech był firmą państwową  
Źródło: Mergermarket, informacje prasowe, informacje spółek, Analizy Pekao

Powodów takiego stanu rzeczy jest wiele, a niektóre z nich są obiektywnymi wyzwaniami biznesowymi – np. protekcjonizm i niepewne otoczenie instytucjonalne na obcych rynkach czy wysokie koszty ekspansji. Z drugiej jednak strony, cały **szereg barier ekspansji zagranicznej jest nierozzerwalnie związany z charakterystyką polskich firm**, w tym m.in.:

- relatywnie małą skalą działalności (na tle globalnym) i tym samym mniejszymi możliwościami finansowymi;
- niską skłonnością do podejmowania nadmiernego ryzyka (strachem przed „nieznanym”);
- słabą wiedzą o rynkach zagranicznych, np. w zakresie otoczenia regulacyjnego czy czynników kulturowych;
- często małymi inwestycjami w innowacyjne rozwiązania i promocję swoich marek.

W tym kontekście szczególną rolę do odegrania mogą mieć właśnie **firmy będące własnością państwową**. W Polsce, będącej średniej wielkości gospodarką rozwijającą się, są to **często jedyne podmioty o rozmiarach, wiedzy i możliwościach pozwalających na zagraniczną ekspansję kapitałową o dużej skali**.

Takie wnioski potwierdzają statystyki. W historii Polski od 1990 r. **aż 13 z 15 największych przejęć zagranicznych zostało zrealizowanych przez podmioty należące do państwa**. Większość z nich miała miejsce w sektorach o strategicznym znaczeniu dla gospodarki takich jak paliwa, górnictwo, energetyka czy chemia. Gdyby zagraniczne przejęcia rozpatrywać ilościowo, to firmy prywatne stanowiłyby z pewnością ich większość. Natomiast są to głównie transakcje o mniejszej skali, rzadko przekraczającej 50 mln euro.

Firmy państwowe dysponują siłą, aby zrealizować największe i najbardziej skomplikowane inwestycje zagraniczne spośród wszystkich polskich przedsiębiorstw. Takie inwestycje mają z kolei **potencjał do wykreowania pozytywnych efektów dalszych rządów** – stworzenia narodowych czempionów, którzy trwale zwiększają siłę całej gospodarki, a przede wszystkim pozwalają na **obudowanie ich siecią mniejszych, krajowych kooperantów**, z korzyścią dla lokalnego biznesu. Na tej bazie wyrosnąć mogą kolejni międzynarodowi potentaci, niekiedy już w innych, choć spokrewnionych obszarach gospodarki. Taki ekosystem to także szansa na **dyfuzję wiedzy i technologii** z rynków całego świata oraz możliwość **kreowania atrakcyjnych**

**miejsc pracy w Polsce**. Potrzebne jest „**koło zamachowe**” – **pierwszy impuls, który dać mogą właśnie zdolne do tego kapitałowo, duże firmy państwowe**.

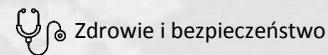
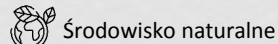
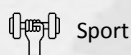
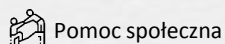
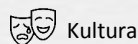
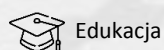
Sprawa ta nabiera szczególnego znaczenia w obecnych warunkach. Globalny kryzys, obok licznych zagrożeń, może bowiem generować wiele okazji inwestycyjnych, które państwowi czempioni mogą spróbować wykorzystać dla wzmocnienia swojej pozycji między-narodowej czy pozyskania zagranicznego know-how. Ich aktywność w tym zakresie potencjalnie ma szansę wykroczyć poza region Europy Środkowo-Wschodniej, gdyż dotychczasowe mało atrakcyjne wyceny spółek zachodnich, obecnie czynią wiele podmiotów atrakcyjnym celem do przejęcia.

### **Poza tradycyjną działalnością spółki Skarbu Państwa realizują również ważną misję społeczną**

**Państwowe firmy, oprócz silnego oddziaływania ekonomicznego, są także jednym z głównych motorów aktywności CSR w kraju**. Dotyczy ona sfer ochrony środowiska, zdrowia, kultury, sportu, edukacji czy pomocy społecznej, a firmy te są ważnym filarem zrównoważonego rozwoju Polski. Ponadto większość czołowych spółek państwowych należy do indeksu giełdowego WIG-ESG, grupującego podmioty odpowiedzialne społecznie.

**W obliczu kryzysu szczególnie istotna staje się działalność sponsoringowa tych podmiotów w takich obszarach, jak kultura, sztuka, rozrywka czy sport i rekreacja**. Są to dziedziny o dużym znaczeniu dla rozwoju społecznego kraju, które pod wpływem pandemii koronawirusa znalazły się w bardzo trudnym położeniu (są to jedne z branż najsilniej dotkniętych obecnym kryzysem). **W ostatnich miesiącach państwowe koncerty aktywnie zaangażowały się również w samą walkę z koronawirusem**, wspierając na różnych płaszczyznach (np. bezpośrednia pomoc finansowa, zaopatrzenie w środki ochronne) różne jednostki służby zdrowia.

# Działania w sferze społecznej podejmowane przez wybrane czołowe koncerny państwowe w kraju (1/2)



Spółka	Branża	Przykłady podjętych działań w 2019 r.	Główne obszary aktywności
 „Nie tylko sponsoring sportowy”		<ul style="list-style-type: none"> <li>Umowa z Narodowym Instytutem Onkologii na pionierski w skali kraju <b>projekt wczesnego diagnozowania chorób</b></li> <li>Mecenas <b>Opery Narodowej</b></li> <li>Tytularny <b>sponsor</b> zespołu Alfa Romeo Racing, którego trzecim kierowcą jest <b>Robert Kubica</b></li> <li><b>Program stypendialny „Dla Orłów”</b> skierowany dla uczniów szkół podstawowych, średnich oraz studentów</li> </ul>	  
 „Sponsor tytularny reprezentacji polskich”		<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Sponsoring reprezentacji Polski</b> w piłce nożnej, w skokach i biegach narciarskich oraz imprezy kolarskiej Tour de Pologne</li> <li>Współpraca z Politechniką Warszawską i Gdańską w przygotowaniu prototypów wybranych urządzeń z obszaru <b>niskoemisyjnego transportu</b> oraz magazynowania energii</li> <li>Partner strategiczny gdańskiej <b>Opery Bałtyckiej</b></li> <li>Program „Blżej kultury” – organizacja wyjść do teatru dla osób z niepełnosprawnością</li> </ul>	  
 „Społeczna odpowiedzialność”		<ul style="list-style-type: none"> <li>Przywracanie wartości użytkowych oraz przyrodniczych <b>wyeksplotowanych terenów</b> - np. Góra Kamieńsk</li> <li>Wsparcie działalność <b>Towarzystwa Opieki nad Ociemniałymi w Laskach</b> wspomagającego osoby niewidome lub niedowidzące w nauce zawodu</li> <li>Kontynuacja projektu „Tablice Pamięci” (we współpracy z IPN) zainicjowanego w związku z 80. rocznicą wybuchu II Wojny Światowej</li> <li><b>Sponsor tytularny Stadionu Narodowego</b> w Warszawie, ligi żużlowej, drużyny siatkówki męskiej Skry Bełchatów oraz piłki ręcznej Vive Kielce</li> </ul>	  
 „Edukacja ekologiczna i medyczna”		<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Program ekologiczno-edukacyjny</b> „Oddychaj czystym powietrzem” oraz Uniwersytet Otwarty Grupy Tauron</li> <li>200 szkoleń z zakresu <b>pierwszej pomocy przedmedycznej</b></li> <li>Sponsor tytularny Hali Sportowej <b>Arena Kraków</b>, będącej centrum wydarzeń sportowych i kulturalnych</li> <li><b>Współpraca z fundacją GOPR</b> na rzecz poprawy bezpieczeństwa w górach i na stokach narciarskich</li> <li>Realizację projektu „Wypracowanie modelu programu kształcenia zawodowego i praktycznego w branży elektryczno-energetycznej”</li> </ul>	  
 „Projekty ochrony czystości powietrza”		<ul style="list-style-type: none"> <li>Wsparcie w <b>wymianie starych pieców grzewczych</b> na nowoczesne kotły gazowe (uwzględniając pomoc merytoryczną w tym zakresie)</li> <li>Sponsor <b>Międzynarodowego Forum Pianistycznego</b> „Bieszczady bez granic” oraz objęcie mecenatem <b>Teatru Telewizji TVP</b></li> <li>Sponsor strategiczny <b>reprezentacji Polski w piłce ręcznej</b> a także najwyższej klasy rozgrywkowej ligi mężczyzn</li> <li>Pogram edukacyjny „Być jak Ignacy” połączony z konkursem dla szkół podstawowych (20 tys. uczniów z 1300 szkół)</li> </ul>	  

# Działania w sferze społecznej podejmowane przez wybrane czołowe koncerny państwowe w kraju (2/2)



Spółka	Branża	Przykłady podjętych działań w 2019 r.	Główne obszary aktywności
 „Propagator kultury i dziedzictwa narodowego”		<ul style="list-style-type: none"> <li>Łączna wartość <b>darowizn</b> na cele społeczne w 2019 ok. 20,2 mln zł</li> <li>Wsparcie <b>stowarzyszeń, towarzystw kulturalnych</b>, ośrodków kultury, muzeów i pozostałych na kwotę ponad 8,6 mln zł</li> <li>Sfinansowanie <b>sprzętu medycznego</b> i ratowniczego, <b>badania profilaktycznych</b>, wsparcie osób niepełnosprawnych i inne o łącznej wartości 3,5 mln zł</li> <li>Dofinansowanie <b>wypoczynku dzieci i młodzieży</b>, działalności szkoleniowej klubów i wydarzeń sportowych jak również pozostałe działania (ok. 3,3 mln zł)</li> <li>Wsparcie <b>konferencji naukowych</b>, zajęć dydaktycznych, stypendiów itp. (ok. 2,4 mln zł)</li> </ul>	  
 „Ambasador polskiego sportu”		<ul style="list-style-type: none"> <li>Wsparcie <b>skoków narciarskich</b> (Główny Partner Polskiego Związku Narciarskiego), siatkówki, żużla, piłki nożnej czy lekkiej atletyki</li> <li><b>Propagowanie dziedzictwa narodowego</b> i programów kulturalnych promujących region</li> <li>Działalność na rzecz rozwoju lokalnej społeczności poprzez organizację zajęć, <b>programów edukacyjnych</b> dla dzieci i młodzieży</li> <li>Dofinansowanie organizacji niosących pomoc osobom <b>chorym i poszkodowanym przez los</b></li> </ul>	  
 „Promotor bezpieczeństwa i zdrowego stylu życia”		<ul style="list-style-type: none"> <li>Liczne akcje promujące <b>bezpieczeństwo na drodze</b> oraz wsparcie osób dotkniętych skutkami wypadków</li> <li>Zakup specjalistycznego sprzętu do ratowania życia i zdrowia dla <b>Ochotniczej Straży Pożarnej</b> (na ponad 5 mln zł)</li> <li><b>Sponsorowanie dużych imprez biegowych</b> np. PZU Maraton Warszawski, wsparcie akcji promujących zdrowy tryb życia</li> <li><b>Sfinansowanie stypendiów dla zdolnych uczniów</b> szkół podstawowych, gimnazjów i szkół ponadgimnazjalnych</li> </ul>	  
 „Charytatywne świętowanie jubileuszu”		<ul style="list-style-type: none"> <li>Organizacja konkursu grantowego „Jesteśmy blisko” – <b>90 projektów na 90-lecie Banku Pekao SA</b> (wolontariat na rzecz lokalnej społeczności w obszarze: edukacji, ekologii, kultury, sztuki, sportu czy przeciwdziałaniu wykluczeniu)</li> <li>Działalność charytatywna Fundacji Pekao S.A. wsparcie m.in. <b>edukacji dzieci czy pomoc osobom chorym i bezdomnym</b></li> <li>Sponsor tytularny turnieju <b>Pekao Szczecin Open</b> (od 1993 r.) jak również innych akcji i programów promowania sportu</li> <li>Wsparcie instytucji działających na rzecz <b>ochrony polskich żubrów</b> a także finansowanie badań w tej dziedzinie (od 2004 r.)</li> </ul>	  
 „Pomaganie przez bieganie”		<ul style="list-style-type: none"> <li>Sponsor tytularny <b>PKO BP Ekstraklasy</b> (najwyższej piłkarskiej klasy rozgrywkowej w Polsce)</li> <li>Organizacja piątego <b>PKO Biegu Charytatywnego</b> pod hasłem „Pomagamy z każdym krokiem” finansowanie edukacji dzieci oraz placówek opiekuńczych w całym kraju na kwotę ok. 1 mln zł</li> <li><b>Realizacja autorskiego programu „PKO biegajmy razem”</b> wsparcie imprez biegowych i organizacja zbiórek na rzecz ratowania życia i zdrowia (od 2013 r. zebrano ok. 6 mln zł)</li> <li>Organizacja <b>Bankowej Akcji Honorowego Krwiodawstwa</b> celem oprócz zbiórki krwi, jest również promowanie krwiodawstwa i podniesienie wiedzy na jego temat (od 2009 r.)</li> </ul>	  

# 5 Wnioski na przyszłość



Biorąc pod uwagę panujące w naszym kraju uwarunkowania i wyzwania stojące przed polską gospodarką, przedmiotem dyskusji powinna być nie tyle sama zasadność obecności państwa w sektorze przedsiębiorstw, ile wybór i sposób wdrażania działań mających na celu maksymalizację efektywności ich działania. By jeszcze bardziej uwypuklić ich wkład w polską gospodarkę państwo powinno obecnie skoncentrować się na ukierunkowaniu ich działalności na wsparcie rozwoju innowacyjności m.in. poprzez inwestycje w zaawansowane technologie, wzmocnienie współpracy z krajowymi ośrodkami badawczo-naukowymi, zaangażowanie w proces budowy ekosystemu nowoczesnych start-upów czy zwiększenie aktywności na rynku międzynarodowych M&A.

## Pomimo mankamentów, firmy państwowe odgrywają ważną rolę w światowej gospodarce

Zestawienia międzynarodowe dostarczają argumentów mówiących o często nieoptymalnej efektywności firm państwowych. Badania IMF wskazują np., że odznaczają się one wyraźnie niższymi wskaźnikami rentowności kapitałów i aktywów oraz słabszymi wskaźnikami wydajności (mierzonej wartością dodaną i sprzedażą przypadającą na 1 pracownika), niż ich prywatne odpowiedniki. Jednocześnie jednak, **przedsiębiorstwa państwowe cały czas odgrywają bardzo dużą rolę zarówno w gospodarkach rozwijających się, jak i wysoko rozwiniętych**, a największe z nich to olbrzymie, międzynarodowe koncerny, zajmujące czołowe miejsca w rankingach największych firm na świecie. O ich znaczeniu decydują przede wszystkim trzy czynniki:

- 1. konieczność dostarczania usług publicznych** cechujących się względnie niską atrakcyjnością dla kapitału prywatnego,
- 2. względy strategicznego bezpieczeństwa**, dotyczące takich sektorów jak energetyka czy przemysł zbrojeniowy,
- 3. wykorzystywanie firm państwowych jako wehikułów rozwoju przemysłu i innych obszarów gospodarki** zgodnie z polityką państwa.

Obecność własności państwowej w trzecim z wymienionych wyżej obszarów jest szczególnie silna w krajach rozwijających się. Wynika to przede wszystkim z dwóch przesłanek:

- **założenia, że kapitał krajowy jest skuteczniejszym narzędziem polityki rozwojowej, niż kapitał zagraniczny**, zainteresowany w większym stopniu eksploatacją lokalnych zasobów;
- **niedostatku rodzimego kapitału prywatnego** zdolnego do zapewnienia rozwoju kluczowych sektorów gospodarki, oznaczającego konieczność wypełnienia luki przez własność państwową.

Podobnymi przesłankami kierują się również niektóre państwa wysoko rozwinięte, np. Francja po II wojnie światowej czy Norwegia w odniesieniu do sektora naftowego, bankowego i telekomunikacyjnego, na których opiera się rozwój gospodarczy tego kraju.

Bezpośrednia kontrola państwa odgrywa też **istotną rolę stabilizacyjną w okresach kryzysów gospodarczych**,

z którymi kapitał prywatny i mechanizmy wolnorynkowe nie są w stanie sobie poradzić. Ostatnia duża fala interwencji państwowych tego rodzaju przetoczyła się przez gospodarkę globalną w następstwie kryzysu finansowego z 2009 r., przeciwdziałając upadkowi systemów bankowych w szeregu najwyższej rozwiniętych państw świata.

## Specyfika polskiej gospodarki stwarza warunki sprzyjające znaczącej roli własności państwowej...

Polska jest coraz częściej wymieniana w jednym szeregu z państwami wysoko rozwiniętymi, a niektóre instytucje (np. FTSE Russell) zaczęły nawet wliczać ją bezpośrednio do tego grona. Jednak **pewne cechy polskiej gospodarki cały czas upodabniają nasz kraj w większym stopniu do krajów rozwijających się**. Wśród tych cech wymienić można wciąż **ograniczone zasoby krajowego kapitału prywatnego**, który – pomimo trwającego od 30 lat rozwoju gospodarki rynkowej w Polsce – nadal nie jest w stanie przejąć kontroli nad kluczowymi branżami.

Tymczasem **dla utrzymania potencjału wzrostowego naszego kraju niezbędne jest podniesienie jego międzynarodowej konkurencyjności** m.in. poprzez rozwój nowoczesnych gałęzi przemysłu, zwiększenie wytwarzanej wartości dodanej, postęp technologiczny czy internacjonalizację działalności. Działania te wymagają znacznych nakładów inwestycyjnych, co wobec niedostatków krajowego kapitału prywatnego sprawia, że **wiodące polskie przedsiębiorstwa państwowe mogą odgrywać rolę podobną do tej, jaką przyjmują ich odpowiedniki w szybko rozwijających się państwach azjatyckich**, gdzie od lat pozostają one kołem zamachowym wzrostu gospodarczego. Dostępne dane świadczą zresztą o tym, że **rola ta jest już w dużym stopniu realizowana**. Wśród największych działających w Polsce firm to właśnie przedsiębiorstwa z udziałem państwa są w ostatnich latach najbardziej aktywne, jeśli chodzi o inwestycje. Podobnie wygląda sytuacja w obszarze fuzji i przejęć (w tym zagranicznych).

Dodatkowym czynnikiem, który może sprzyjać wzrostowi znaczenia firm państwowych w polskiej gospodarce, jest **kryzys ekonomiczny oczekiwany w następstwie epidemii COVID-19**. **Przedsiębiorstwa państwowe mogą w nim odegrać rolę stabilizatora**, podobnie jak to miało miejsce podczas kryzysu finansowego z 2009 r. Utrzymanie miejsc pracy czy kontynuacja najważniejszych projektów inwestycyjnych będą miały

łagodzący wpływ na skalę i głębokość spowolnienia, jakie czeka polską gospodarkę w najbliższych kwartałach. Co więcej, biorąc pod uwagę globalny zasięg kryzysu oraz jego przełożenie na sytuację finansową i wyceny firm, silne – jak na polskie warunki – koncerny z udziałem państwa mogą pokusić się o **zwiększenie aktywności na rynku M&A** i przejścia zgodnych ze strategią ich rozwoju zagranicznych celów po atrakcyjnych cenach.

### ...a kluczowa będzie maksymalizacja efektywności kontrolowanych przez państwo firm

Biorąc pod uwagę panujące w naszym kraju uwarunkowania i stojące przed polską gospodarką wyzwania, przedmiotem dyskusji powinna być nie tyle sama zasadność obecności państwa w sektorze przedsiębiorstw, ile **wybór i sposób wdrażania działań mających na celu maksymalizację efektywności przedsiębiorstw państwowych**.

Bazując na szeregu międzynarodowych doświadczeń, instytucje międzynarodowe (IMF, OECD) wskazują **obszary działań, które sprzyjają zwiększeniu efektywności przedsiębiorstw państwowych**<sup>9</sup>. Wśród tych działań wymienić można m.in.:

1. **zapewnienie spójności z ogólnymi celami polityki gospodarczej** działań podejmowanych przez przedsiębiorstwa państwowe;
2. **uwolnienie przedsiębiorstw państwowych od celów społecznych**, które mogą być skuteczniej realizowane za pomocą narzędzi polityki fiskalnej;
3. **stworzenie systemów motywujących** firmy państwowe do maksymalizacji efektywności działania i jakości dostarczanych usług i produktów, m.in. poprzez:
  - **przejrzyste mechanizmy kształtowania cen** regulowanych administracyjnie,
  - **niezależne instytucje regulacyjne zapewniające** przejrzystość zasad działalności i równe zasady konkurencji z podmiotami prywatnymi,
  - **profesjonalne kadry zarządzające** złożone z zawodowych menedżerów,
4. **korporatyzację firm państwowych** lub dopuszczenie formy mieszanej własności prywatno-państwowej poprzez częściową prywatyzację;

5. **centralizację zarządzania** przedsiębiorstwami państwowymi (wydzielony holding lub instytucja dedykowane wyłącznie temu zadaniu);
6. **pełną transparentność** działalności i finansów firm państwowych.

Można zaryzykować tezę, że **w przypadku wiodących polskich koncernów z udziałem państwa znaczna część wymienionych wyżej postulatów została zrealizowana**. Poprzez wprowadzenie ich na giełdę przekazano większość udziałów inwestorom prywatnym (choć państwo utrzymało decydującą rolę w procesach decyzyjnych). Mieszana struktura kapitału sprzyja wzrostowi efektywności, jako że głównym kryterium ocenianym przez udziałowców jest zwrot z zainwestowanego kapitału. Firmy te działają obecnie na zasadach podobnych do prywatnych korporacji, opierając się na profesjonalnych kadrach menedżerskich. Skuteczność tego rozwiązania potwierdzają dane finansowe. Podczas gdy pełna zbiorowość polskich przedsiębiorstw państwowych wpisuje się w wyniki międzynarodowych obserwacji wykazując gorsze parametry efektywności w porównaniu z firmami prywatnymi, o tyle wspomniane wyżej **koncerny o własności mieszanej najczęściej wypadają korzystnie na tle całego polskiego sektora przedsiębiorstw**. W odniesieniu do tych firm państwo powinno obecnie skoncentrować się na **ukierunkowaniu ich działalności na wsparcie rozwoju nowoczesnej gospodarki**, m.in. poprzez inwestycje w zaawansowane technologie, wzmocnienie współpracy z krajowymi ośrodkami badawczo-naukowymi, zaangażowanie (poprzez aktywną współpracę) w proces budowy ekosystemu innowacyjnych start-upów czy zwiększenie aktywności na rynku międzynarodowych fuzji i przejęć.

**Działania podnoszące efektywność powinny natomiast być realizowane w odniesieniu do przedsiębiorstw o pełnej własności państwa**. Ich organizacja i mechanizmy działania najczęściej wciąż odbiegają od standardów korporacyjnych, co często znajduje odzwierciedlenie w wynikach i sytuacji finansowej.

9) Szerzej na ten temat m.in. w „Fiscal Monitor: Policies To Support People During The COVID-19 Pandemic, Chapter 3”, IMF, 2020



**Bank Pekao**

Bankowość Korporacyjna i Inwestycyjna

# ZMIENNOŚĆ PRZYNOŚI WYZWANIA, MY DAJEMY ROZWIĄZANIA

Bankowość Korporacyjna

Przyszłość na solidnych fundamentach





## Nota prawna

Niniejsza publikacja (dalej „Publikacja”) przygotowana przez Departament Analiz Makroekonomicznych Banku Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna (dalej „Pekao S.A.”) stanowi publikację handlową i ma charakter wyłącznie informacyjny. Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania zobowiązania, w szczególności nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego. Publikacja nie stanowi rekomendacji udzielanej w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, analizy inwestycyjnej, analizy finansowej oraz innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r, w sprawie nadużyć na rynku ani porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym dotyczącej inwestowania w instrumenty finansowe, a informacje w niej zawarte nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych i nie stanowi badania inwestycyjnego.

Przedstawiona w publikacji analiza oparta jest na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Pekao S.A. dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Pekao S.A. ani jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Pekao S.A. nie udziela w odniesieniu do niniejszej publikacji żadnych gwarancji, wyraźnych ani dorozumianych, dotyczących wartości handlowej, przydatności do określonego celu lub nienaruszania własności intelektualnej lub innego nienaruszania praw.

Niektóre treści objęte niniejszą publikacją mogą zawierać odesłania do stron internetowych i materiałów opracowanych przez podmioty trzecie. Pekao S.A. nie dokonuje weryfikacji takich stron internetowych i materiałów, w szczególności pod kątem ich prawdziwości i rzetelności zawartych w nich informacji, a wszelkie korzystanie z takich stron internetowych i materiałów następuje na wyłączne ryzyko i odpowiedzialność użytkownika. Odsyłanie przez Pekao S.A. w publikowanych treściach do zewnętrznych stron internetowych i materiałów nie oznacza również, że Pekao potwierdza lub podziela zawarte w nich poglądy i informacje.

Niniejsza publikacja może zawierać wypowiedzi prognozujące. Wypowiedzi te, oparte na bieżących planach, założeniach, ocenach, prognozach, oczekiwaniach oraz historycznych danych, jako odnoszące się do zdarzeń przyszłych są ze swej natury niepewne i obciążone ryzykiem błędu. Z tego względu nie stanowią one gwarancji przyszłych zdarzeń, sytuacji gospodarczej w ujęciu makroekonomicznym ani w odniesieniu do jakiegokolwiek konkretnego podmiotu lub grupy podmiotów, cen instrumentów finansowych lub jakichkolwiek przyszłych wyników i wskaźników finansowych. Wszelkie prognozy dotyczące poziomu kursów walutowych nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te kursy walutowe.

Informacje zawarte w tej publikacji są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Pekao S.A. nie zobowiązuje się do ich aktualizowania po dniu utworzenia dokumentu.

Pekao S.A. oświadcza, że jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do Skarbowych Papierów Wartościowych wyemitowanych przez Ministerstwo Finansów oraz dokonuje transakcji na Skarbowych Papierach Wartościowych na własny rachunek. Pekao S.A. na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Departament Analiz Makroekonomicznych jest wydzieloną jednostką organizacyjną, niezależną od jednostki zawierającej w imieniu Banku transakcje na instrumentach finansowych. Jednocześnie wprowadzone wewnętrzne rozwiązania administracyjne oraz bariery informacyjne mają na celu zapobieganie konfliktom interesów. Wynagrodzenie pracowników sporządzających Publikacje nie jest i nie będzie bezpośrednio lub pośrednio powiązane z wynikami finansowymi uzyskiwanymi przez Pekao S.A. w ramach transakcji na instrumentach finansowych. Pracownicy sporządzający Publikacje nie są zaangażowani kapitałowo w instrumenty finansowe będące przedmiotem Publikacji oraz nie pełnią żadnej funkcji w organach emitenta oraz nie otrzymują od niego wynagrodzenia. Zgodnie z najlepszą wiedzą pracowników sporządzających Publikacje, nie występują powiązania, które mogłyby rodzić konflikt interesów.

Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanego prospektu emisyjnego lub kompletnej dokumentacji dla papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Pekao S.A. nie występuje w roli pośrednika ani przedstawiciela inwestora. Przed zawarciem każdej transakcji inwestor powinien, nie opierając się na informacjach przekazanych przez Pekao S.A., określić jej ryzyko, potencjalne korzyści oraz straty z nią związane, jak również w szczególności charakterystykę, konsekwencje prawne, podatkowe i księgowo-transakcyjne oraz konsekwencje zmieniających się czynników rynkowych, a także w sposób niezależny ocenić czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko.

Nadzór nad działalnością Pekao S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego dokumentu lub jego części bez pisemnej zgody Pekao S.A. jest zabronione.

## Departament Analiz Makroekonomicznych

**Dr Ernest Pytlarczyk, CFA, Główny Ekonomista Banku**

☎ +48 (22) 524 59 14

✉ ernest.pytlarczyk@pekao.com.pl

### Zespół Analiz Sektorowych

**Krzysztof Mrówczyński, Manager**

☎ +48 (22) 524 68 55

✉ krzysztof.mrowczynski@pekao.com.pl

**Marek Czachor**

✉ marek.czachor@pekao.com.pl

**Jerzy Grześkowiak**

☎ +48 (22) 524 87 76

✉ jerzy.grzeskowiak@pekao.com.pl

**Paweł Kowalski**

☎ +48 (22) 524 68 51

✉ pawel.kowalski1@pekao.com.pl

**Kamil Zduniuk**

☎ +48 (22) 524 68 52

✉ kamil.zduniuk@pekao.com.pl

### Zespół Analiz i Prognoz Rynkowych

**Adam Antoniak**

☎ +48 (22) 524 59 95

✉ adam.antoniak@pekao.com.pl

**Piotr Bartkiewicz, CFA**

✉ piotr.bartkiewicz@pekao.com.pl

**Aleksandra Beśka**

✉ aleksandra.beska@pekao.com.pl

**Kamil Łuczkowski**

☎ +48 (22) 524 59 15

✉ kamil.luczkowski@pekao.com.pl

**Arkadiusz Urbański**

☎ +48 (22) 524 59 93

✉ arkadiusz.urbanski@pekao.com.pl