ObserwatorFinansowy.pl: Kiedyś pisał pan, że ani propozycje zwiększenia inwestycji Balcerowicza, ani Hausnera, ani Morawieckiego nie zastąpią inwestycji prywatnych firm, a teraz został Pan głównym ekonomistą Polskiego Funduszu Rozwoju, który ma wydawać publiczne pieniądze. To nie jest sprzeczność?

Paweł Dobrowolski: Tylko pozorna. W mediach przedstawia się PFR jako worek z gotówką, z którego realizowane są inwestycje za miliony, a nawet miliardy złotych i które dzięki keynesistowskim efektom mnożnikowym spowodują, że z każdej zainwestowanej złotówki do gospodarki wróci więcej niż 1 zł. Ja nie bagatelizuję tych kwot. Dla pana i dla mnie to są duże sumy, ale zwracam uwagę, że PKB Polski to ponad 1,7 bln zł. Z tego punktu widzenia inwestycje PFR wcale nie są najważniejsze.

Co jest więc najważniejsze?

Szereg pozytywnych zmian, które dzięki PFR mogą dokonać się na rynku. Podam przykład – fundusze venture capital (VC) są w Polsce podwójnie opodatkowane – i od zysku i od zbycia udziałów. A to oznacza, że dla większych inwestycji całe struktury wynosi się za granice i tam opodatkowuje. W PFR pracują ludzie z rynku, którzy to wiedzą i którzy przyglądają się, jak tego typu przeszkody usunąć.

Pozostaw to pole puste, jeśli jesteś człowiekiem:

Trzeba było powoływać PFR, aby takie przeszkody usuwać?

To tylko jeden z przykładów. Zatrzymajmy się przy venture capital. To jak wiadomo inwestowanie i, co ważniejsze, nadzorowanie firm w ich rozwoju, aby na koniec je sprzedać. To jest pewien ciąg i on w Polsce nie do końca działa. Owszem, mamy sporo funduszy VC, ale każdy z nich uważa, że szybciej, prościej i przyjemniej zrobić jedną transakcję za 20 mln zł, niż 20 transakcji po milionie. Takie podejście zamyka rynek dla małych przedsiębiorstw, które szukają nie tylko pieniędzy, ale także kontaktów do odbiorców, możliwości wdrożenia prototypów itd.

To zadanie dla PFR – chcemy stworzyć cały ciąg inwestycji w firmy – od zupełnie małych, które potrzebują czasem tylko kontaktów, aż po fundusze, które będą w stanie wyłożyć po 200-300 mln zł, na ekspansję europejską lub światową firm

bardziej rozwiniętych. Ta infrastruktura powinna przyciągnąć też inwestorów zagranicznych, którzy dotychczas o inwestowaniu w Polsce nie myśleli.

W Polsce nie ma problemów z pieniędzmi na inwestycje, poza paroma niszami. Rzecz w tym, że te nisze mogą okazać się ważne w przyszłości – z dzisiejszych start-upów mogą narodzić się przecież liderzy na zupełnie nowych rynkach.

Czy rzeczywiście luka kapitałowa jest największa przy start-upach? PFR chce na nie wyłożyć aż 2,8 mld zł, a dojdą jeszcze środki prywatne.

Tak naprawdę to czas pokaże, czy w porównaniu np. z Izraelem, Francją czy Niemcami wydaliśmy za dużo czy za mało. Na tym etapie nie sposób tego stwierdzić. Uważam jednak, że ta kwota się broni, bo jak wspomniałem, chodzi o pewien system – czym więcej start-upów na początku, tym większa szansa, że któreś z nich przejdą dalej i za jakiś czas będą potrzebowały tych 200 czy 300 mln zł na ekspansję światową. Oczywiście inwestycja funduszu z udziałem PFR powinna tu być tylko jedną z opcji.

Jakie są inne możliwości?

Rynek kapitałowy, rynek dłużny, tak jak wszędzie na świecie. Im więcej możliwości, tym lepiej i tym niższy koszt finansowania. Przecież zanim fundusz venture capital wejdzie w spółkę, zadaje sobie jedno pytanie: komu to za parę lat sprzedam? Odpowiedzi są dwie: inwestorowi branżowemu albo inwestorowi finansowemu. Przy słabości naszej giełdy ta druga opcja na ogół odpada. Dlatego zbudowanie silniejszego rynku kapitałowego jest także zadaniem, które mnie tu przyciągnęło.

Dlaczego?

Od lat piszę o tym, że rozwój rynku kapitałowego jest niezbędny w kontekście demografii. Już nie zmienimy tego, że jest fatalna. Jeszcze w latach 60. na jednego emeryta przypadało kilkanaście osób w wieku produkcyjnym, teraz trzy. Z tych trzech osób nie każda odprowadza składki, albo robi to w niepełny sposób. W sumie to stanowczo za mało, aby utrzymać jednego emeryta w przyszłości. Musimy zatem więcej oszczędzać na emeryturę, a giełda jest jednym z narzędzi do tego, by nasze oszczędności zachowały realną wartość w czasie.

Największą inwestycją PFR było dotychczas przejęcie udziałów w Pekao za

4,1 mld zł. Jak Pan ocenia tę transakcję?

Generalnie pozytywnie. Przypomina mi się scenariusz z 2008 roku, kiedy w czasie kryzysu finansowego banki z centralami za granicą ograniczały finansowanie polskich firm, a finansował je na dużą skalę tylko jeden bank kontrolowany przez państwo – PKO BP. Pomyślmy, ile przedsiębiorstw uda się uratować w czasie kolejnej zawieruchy dzięki bankom, które mają centrale w Polsce. Ilu miejsc pracy nie stracimy. Zorganizowany zasób ludzi i wiedzy będzie zachowany w polskiej gospodarce.

Repolonizacja banków nie gwarantuje podejmowania przez nie jedynie słusznych decyzji.

Oczywiście, że takiej gwarancji nie ma. Wspominałem już jednak, że ważna jest sama różnorodność źródeł finansowania. Ważne jest to, że gdy firma X potrzebuje środków na rozwój, może pójść do banku zagranicznego, do banku polskiego, może pójść na giełdę i wyemitować akcje, albo pójść do biura maklerskiego i wyemitować obligacje i wszędzie znajdzie odpowiednie instrumenty i odpowiednią płynność. Ta tkanka rynku finansowego jest bardzo ważna.

I jej zbudowanie to największe wyzwanie?

To jest tylko droga do celu. Celem jest zaś zwiększenie majątku Polaków i polskich firm. Celowo nie mówię tu o oszczędnościach, bo te generował nawet PRL, ale nie potrafił ich efektywnie wykorzystać. Jeśli mowa o majątku, to weźmy dane Eurostatu i stwórzmy prosty wskaźnik polegający na dodaniu środków trwałych i pozycji inwestycyjnej netto i podzieleniu wyniku przez liczbę ludności. Okaże się wtedy, że Polacy z wynikiem 8295 euro są ponad cztery razy mniej majętni niż Grecy (37 456 euro) i aż 15 razy mniej majętni niż Niemcy (126 754 euro). To ma realne konsekwencje gospodarcze. Gdy na przykład pracownik korporacji ma dobry pomysł na start-up, to szansa, że rzuci pracę i przez dwa lata będzie finansował go z oszczędności, jest o wiele wyższa w Niemczech niż w Polsce, bo oszczędności pozwalające przeżyć dwa lata nie są tam jakąś rzadkością.

To działa także na poziomie firm – majątek niemieckich przedsiębiorców jest większy, co za tym idzie mogą zmobilizować o wiele większy kapitał dłużny, co może mieć kolosalne znaczenie przy kosztownych inwestycjach w zmianę technologiczną. Niemieckie firmy będzie po prostu stać na kupienie potrzebnych innowacji, polskie niekoniecznie. Mamy wciąż mało majątku, więc musimy go

wykorzystywać w sposób jak najbardziej produktywny. Nie ma prostych odpowiedzi, co to konkretnie oznacza. Trzeba ich szukać trochę metodą prób i błędów.

Zbiór projektów, które są opłacalne, ale w które nie zainwestował jeszcze kapitał prywatny, nie jest duży. To ograniczenie nie stoi także przed PFR?

To powszechne przekonanie, że liczba opłacalnych projektów, nie tylko w Polsce, nie jest największa. Nie oznacza to jednak, że powinniśmy przestać ich szukać. Gdy zaczęły działać podobne amerykańskie fundusze, to na początku cele biznesowe także mieszały się w nich z celami społecznymi, nie było to wszystko do końca zdefiniowane, ale to w trakcie wypracowano działający model funduszu venture capital.

Na początku mówiłem o tym, że nie skupiam się nadmiernie na informacjach prasowych dotyczących kolejnych inwestycji PFR, ale uważam, że podawane w nich liczby mają duże znaczenie edukacyjne. Jeśli ktoś dzisiaj siedzi na uczelni i myśli o jakiejś innowacji, albo ma pomysł na firmę, to nie musi mieć już dojść do funduszy w Warszawie, ale może zgłosić się do publicznej instytucji, która powinna mu pomóc. Może to sprawi, że wielu ludzi zacznie się zastanawiać nad możliwością bardziej przedsiębiorczego zachowania i tych projektów przybędzie.

Ile czasu mamy na te wszystkie zmiany i inwestycje? Z pana dotychczasowych prac wynika, że szczyt podwyżek stóp procentowych w USA zawsze przekładał się na kryzys gospodarczy w Polsce.

Jedno z przykazań ekonomisty mówi o tym, że jeśli się coś przewiduje, to żeby nie mówić o przyszłości. Jeśli się już powiedziało o przyszłości, to nie mówić dokładnie liczby, jeśli już powiedziało się liczbę, to nie mówić dokładnie, kiedy nastąpi jej odczyt, a jeśli się powiedziało i jedno i drugie i trzecie, to samemu jest się sobie winnym. I pamiętając o zastrzeżeniu, że przyszłość jest nieprzewidywalna – faktycznie, w ostatnim półwieczu było tak, że za każdym razem, kiedy Fed doszedł do maksimum podwyżek cen pieniądza, to kapitał uciekał z krajów półperyferyjnych, jak Polska, do metropolii gospodarczej. Ten scenariusz pewnie się powtórzy, ale może za dwa lata, a może za lat 10. Pamiętajmy, że banki centralne na świecie próbują wyjść z polityki luzowania, która nie miała precedensu, więc ciężko określić, ile to potrwa. Do tego czasu powinniśmy inwestować jak najwięcej i jak najefektywniej.

Rozmawiał Marek Pielach

Materiał pobrany ze strony Instytutu Sobieskiego, sobieski.org.pl, autor: Paweł Dobrowolski.

Paweł Dobrowolski od lipca 2017 r. jest głównym ekonomistą Polskiego Funduszu Rozwoju. Koncentruje się na badaniach strukturalnych gospodarki oraz analizach ekonomicznych wspierających programy realizowane przez Grupę PFR. Absolwent ekonomii na Uniwersytecie Harvarda. Ekspert z zakresu polityki gospodarczej. Od kilkunastu lat związany z Instytutem Sobieskiego. Współpracownik prof. Jeffreya Sachsa w czasie reform rynkowych w latach 1989-1991.

Źródło: Forsal. Czytaj dalej...

Materiał pobrany ze strony Instytutu Sobieskiego, sobieski.org.pl, autor: Paweł Dobrowolski.