



Bank Pekao

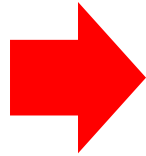
Dokument publiczny

Wzrost gospodarczy w Europie Zachodniej – perspektywa inwestycji

Andrzej Halesiak (andrzej.halesiak@pekao.com.pl)

Warszawa, 28.04.2016

Agenda

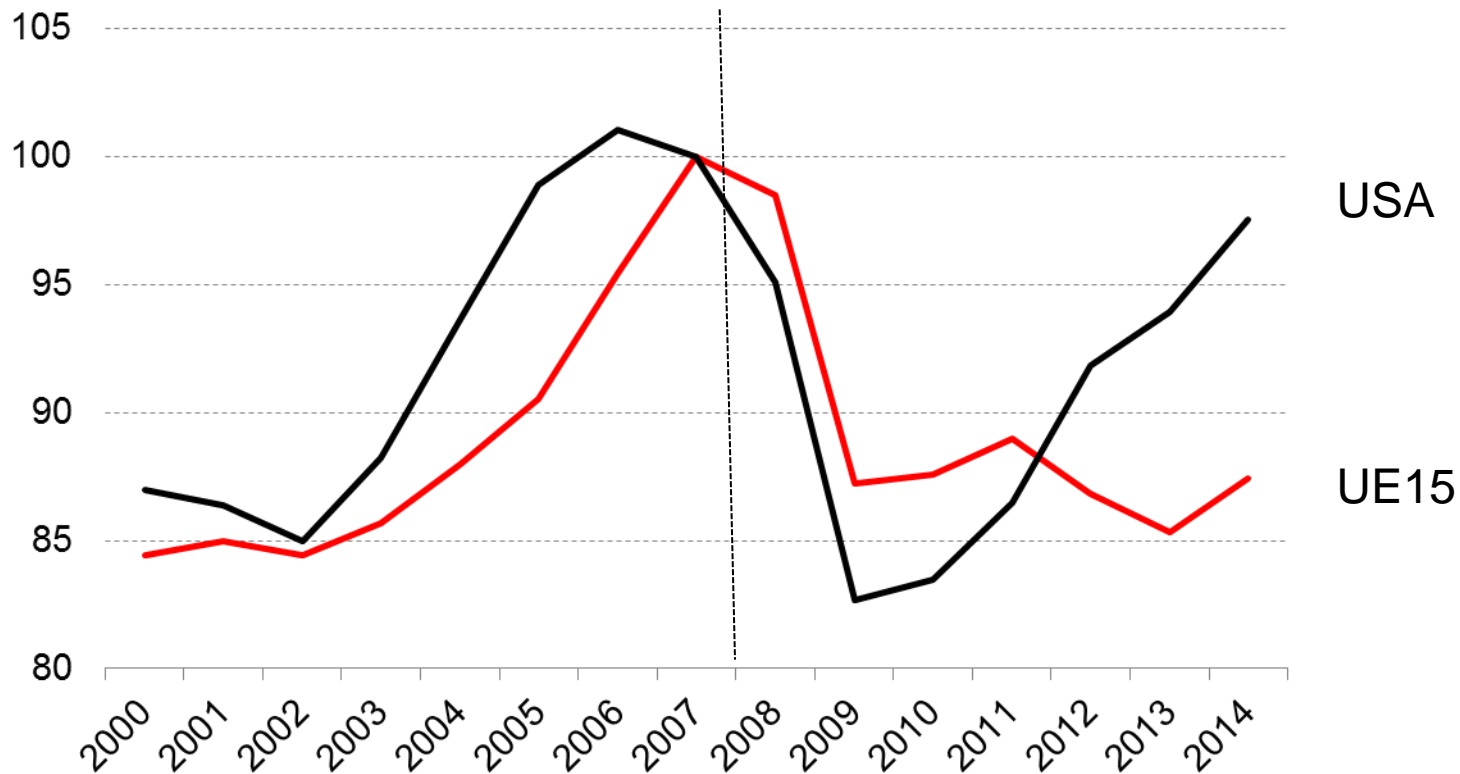


- Procesy inwestycyjne z perspektywy makro**
- Procesy inwestycyjne z perspektywy mikro (firmy)
- Gdzie tkwi główny problem z inwestycjami, szersze implikacje
- Wnioski



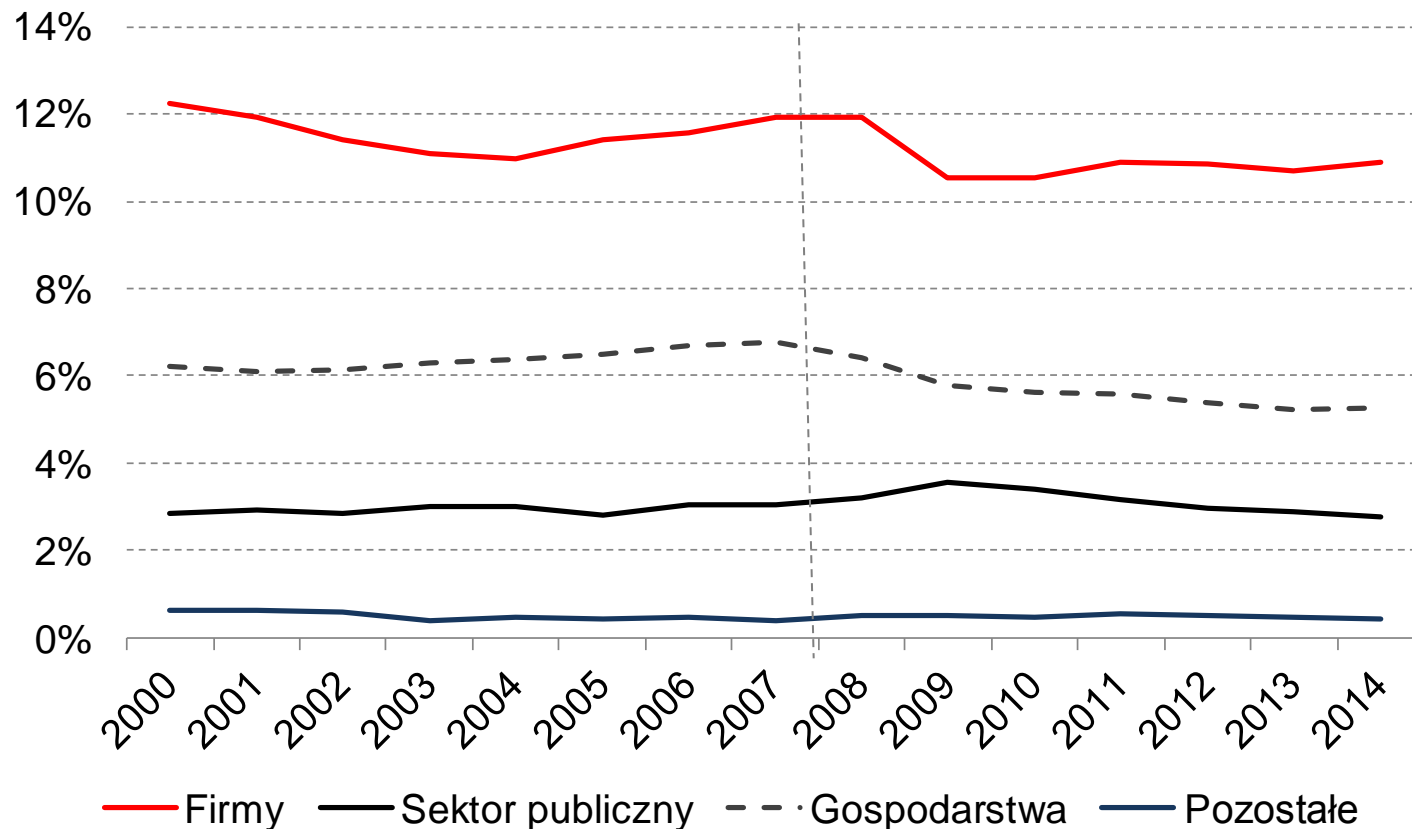
W przeciwieństwie do USA inwestycje w Europie pozostają znacząco poniżej przedkryzysowego poziomu

Inwestycje w środki trwałe*, 2007=100



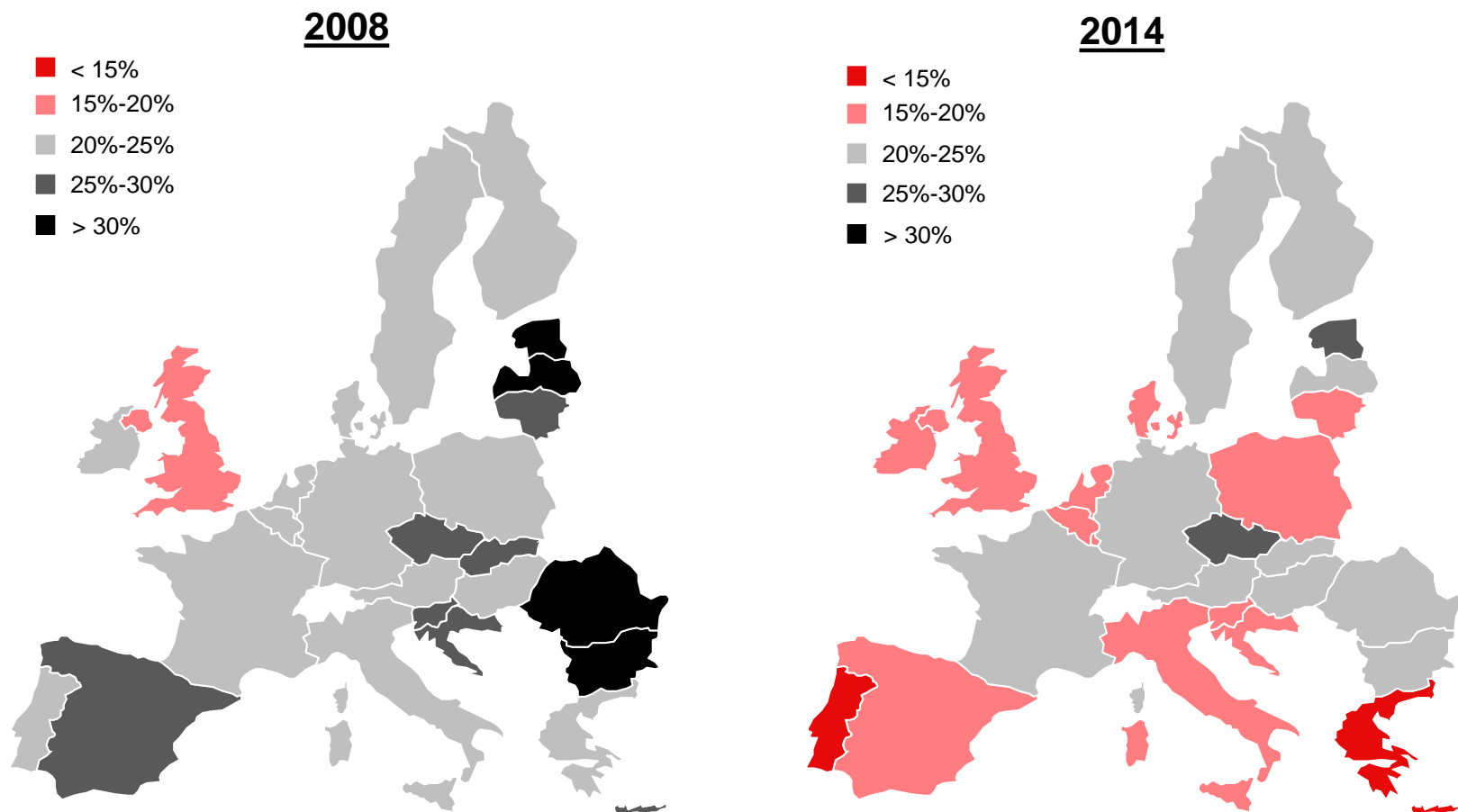
Spadek w inwestycjach rozłożył się na wszystkie sektory

UE15* - inwestycje w środki trwałe według sektorów gospodarki (jako % PKB)



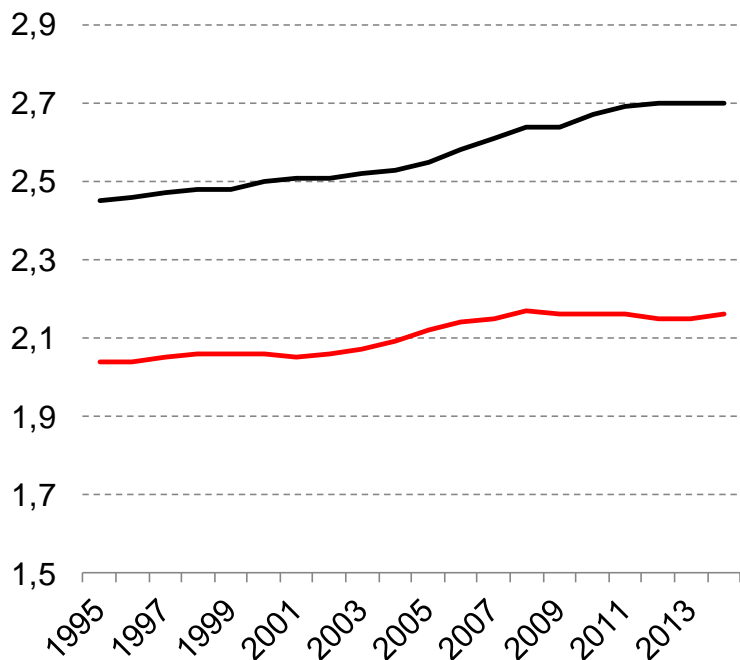
W największym stopniu spadek inwestycji wystąpił na południu i wschodzie Unii

Inwestycje w poszczególnych krajach Unii Europejskiej (jako % PKB)

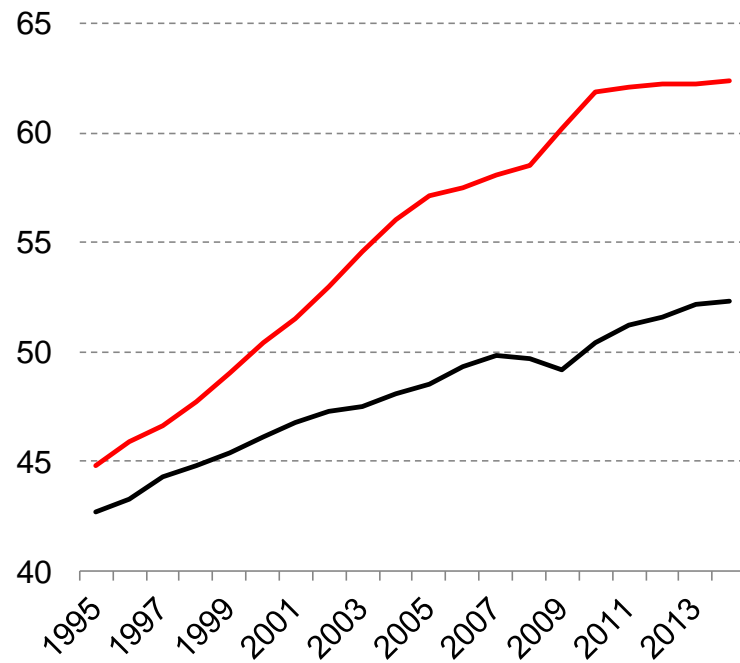


Większy zakumulowany kapitał nie przekłada się w Unii na większą produktywność

Środki trwałe do PKB (Capital-output ratio)



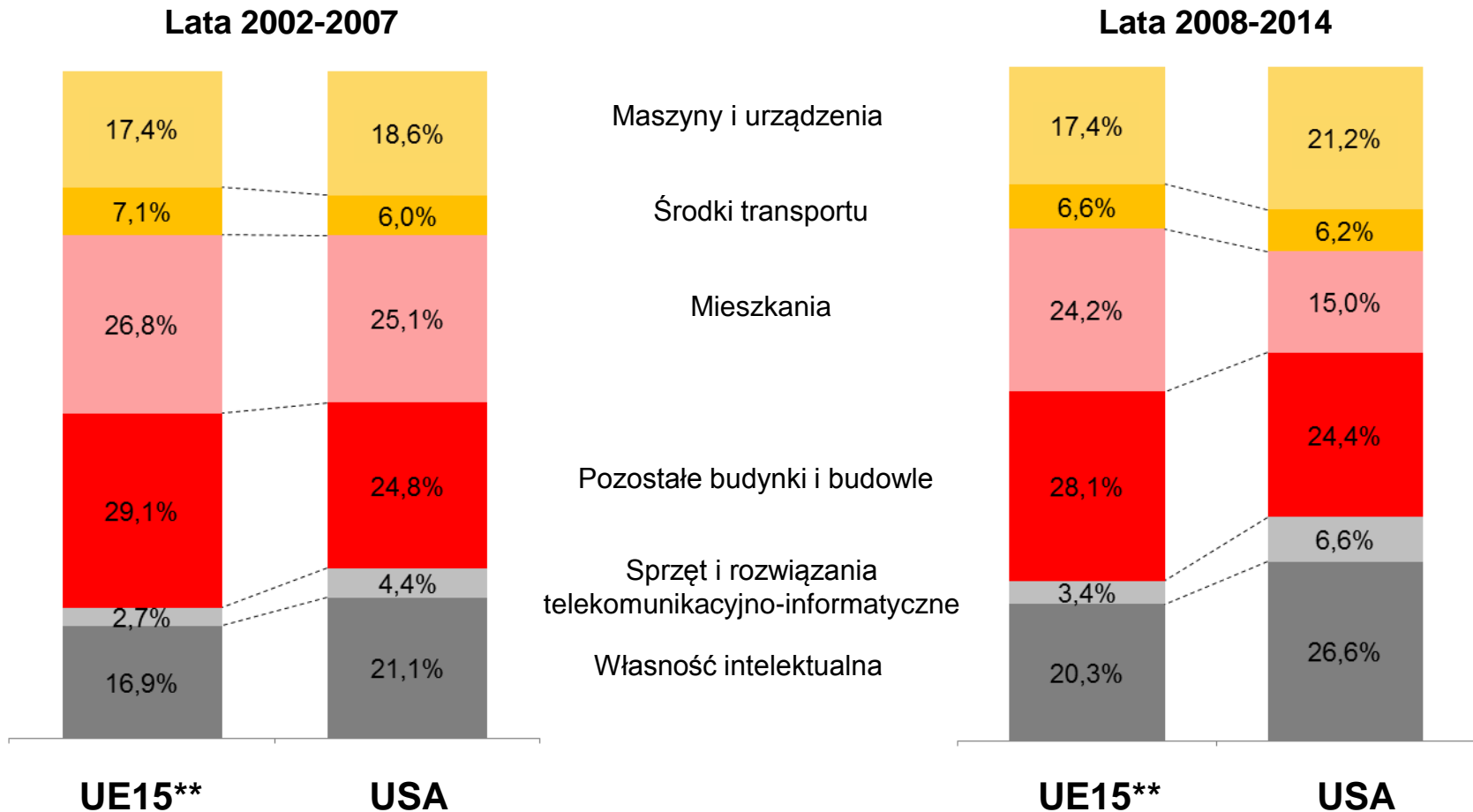
Produktywność - PKB na godz. pracy (USD PPP*)



— USA — Strefa euro

W Europie niski udział inwestycji kojarzonych z nowoczesną gospodarką

Inwestycje w środki trwałe – wg. rodzaju aktywów*



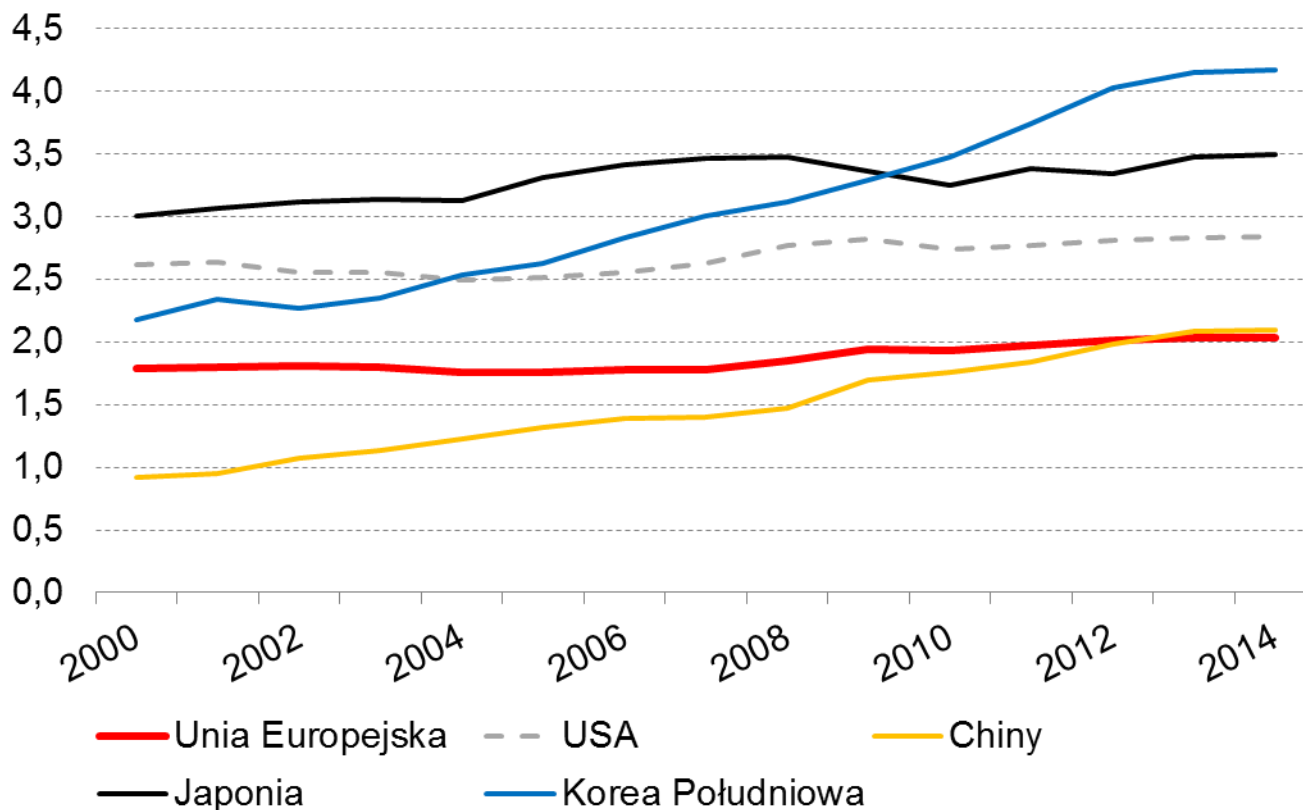
* W cenach stałych, średnie udziały dla danych okresów

** Łącznie dla krajów dla których dostępna jest struktura inwestycji według aktywów (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Holandia, Grecja, Irlandia, Luksemburg, Portugalia, Włochy, Wlk. Brytania)

Źródło: Eurostat, BEA

Unia Europejska jako całość odstaje pod względem nakładów na badania i rozwój...

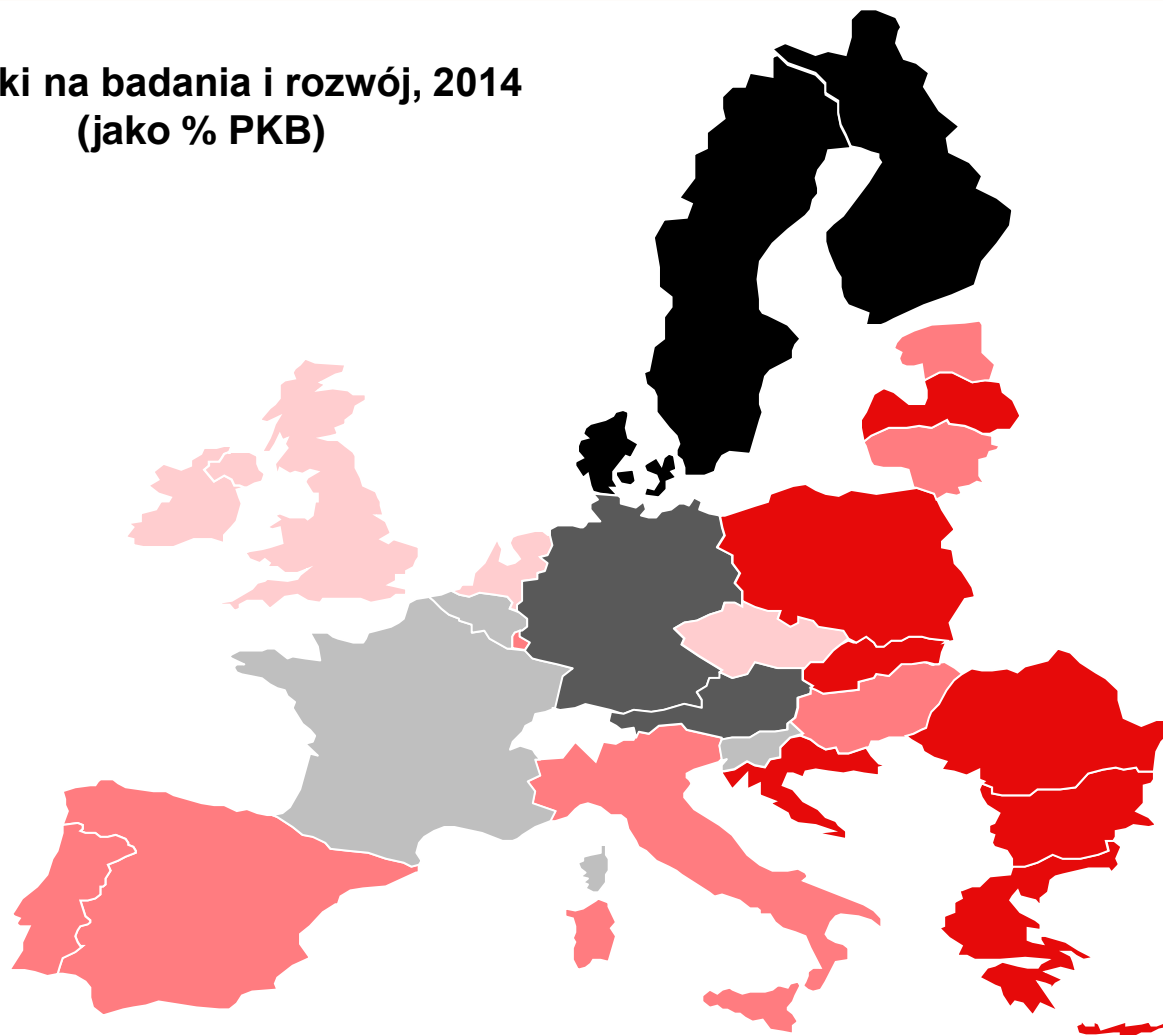
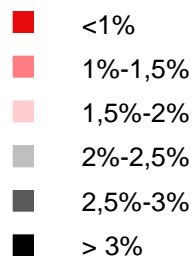
Wydatki na badania i rozwój (jako % PKB)



Oficjalny cel Unii Europejskiej na 2020 r. to 3% PKB

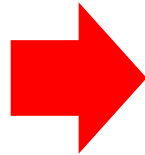
...choć są nieliczne wyjątki

Wydatki na badania i rozwój, 2014 (jako % PKB)



Agenda

Procesy inwestycyjne z perspektywy makro



Procesy inwestycyjne z perspektywy mikro (firmy)

Gdzie tkwi główny problem z inwestycjami, szersze implikacje

Wnioski



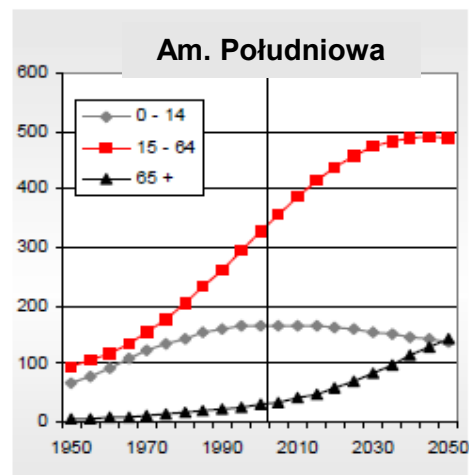
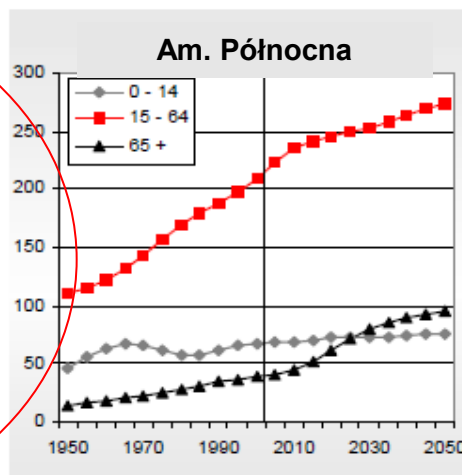
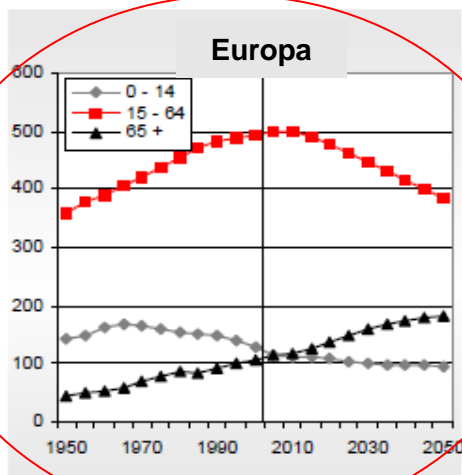
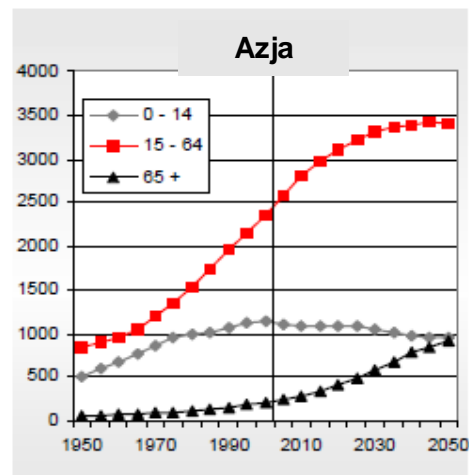
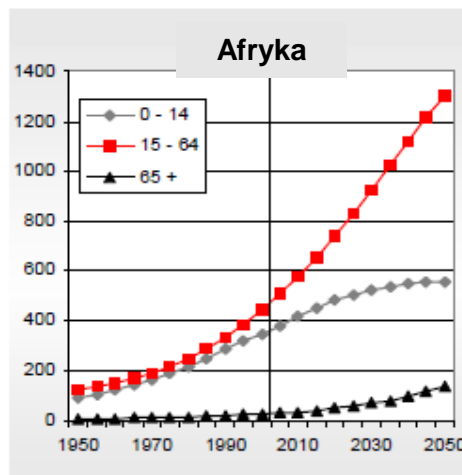
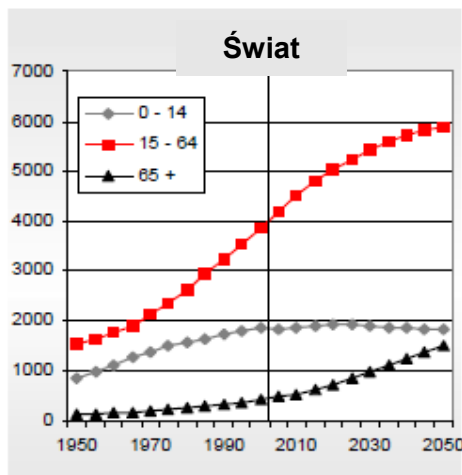
Dwie główne grupy czynników mających wpływ na procesy inwestycyjne: te związane z generowaniem projektów i te związane z ich finansowaniem

Główne czynniki mające wpływ na inwestycje firm w Unii Europejskiej



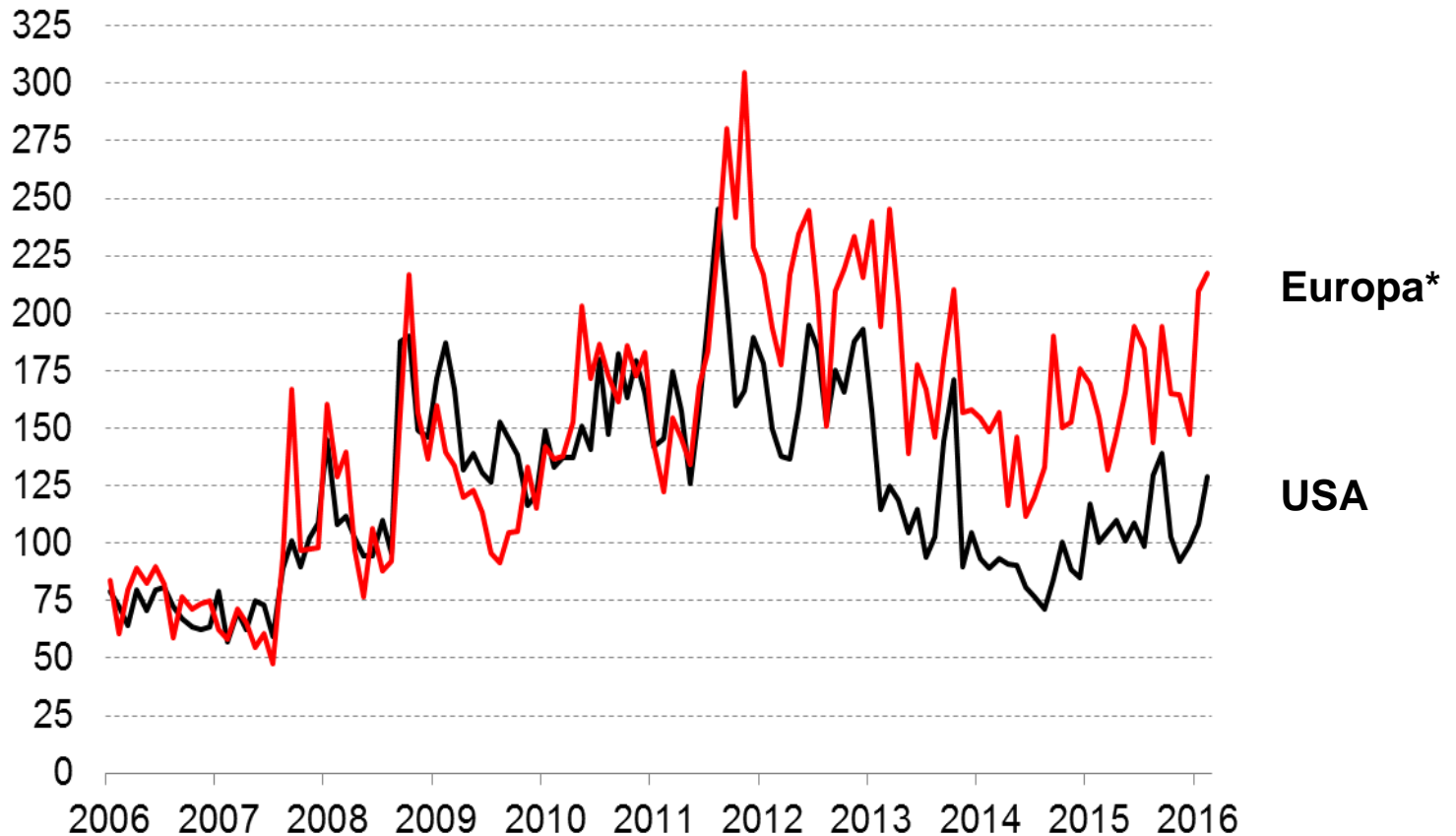
Na perspektywach popytu ciąży nie tylko czynniki koniunkturalne, ale także trendy demograficzne

Globalne trendy demograficzne - ludność wg wieku (w mln)



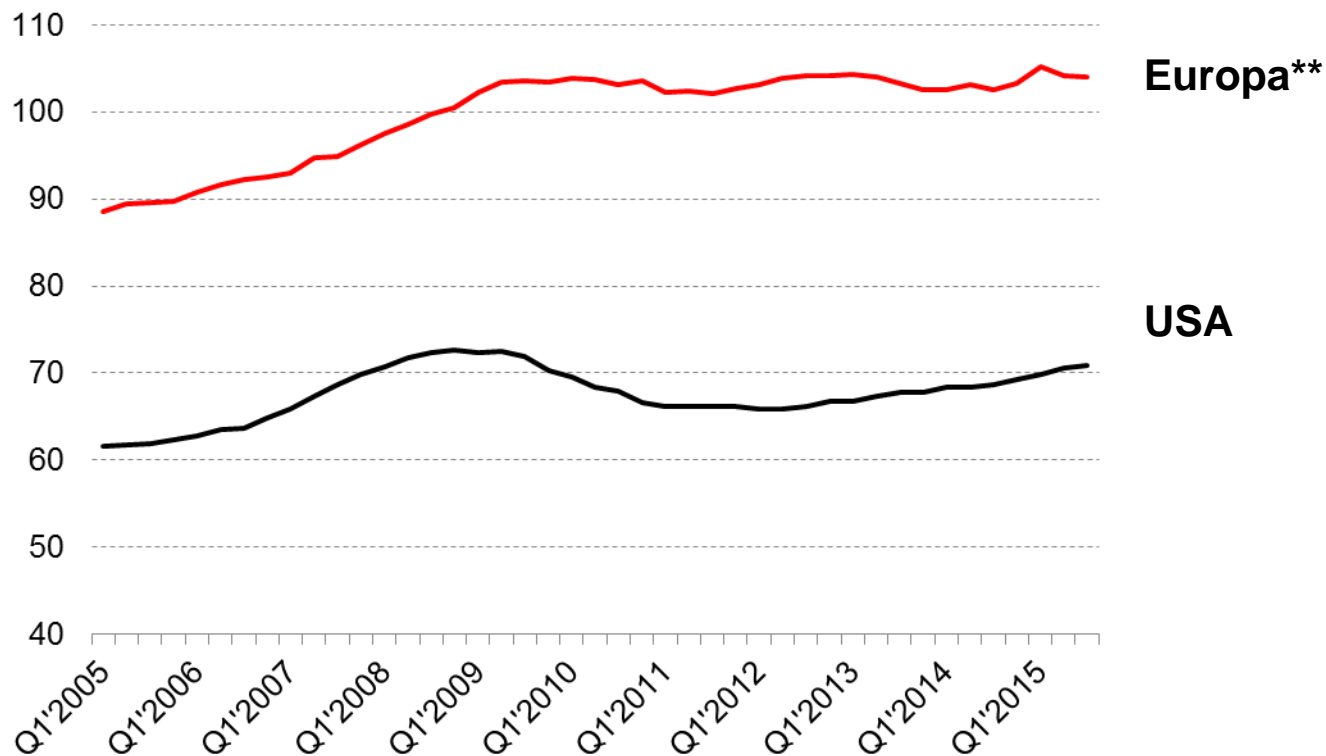
Niepewność charakteryzująca Europę wydaje się przybierać coraz bardziej lokalny (europejski) charakter

Economic Policy Uncertainty Index



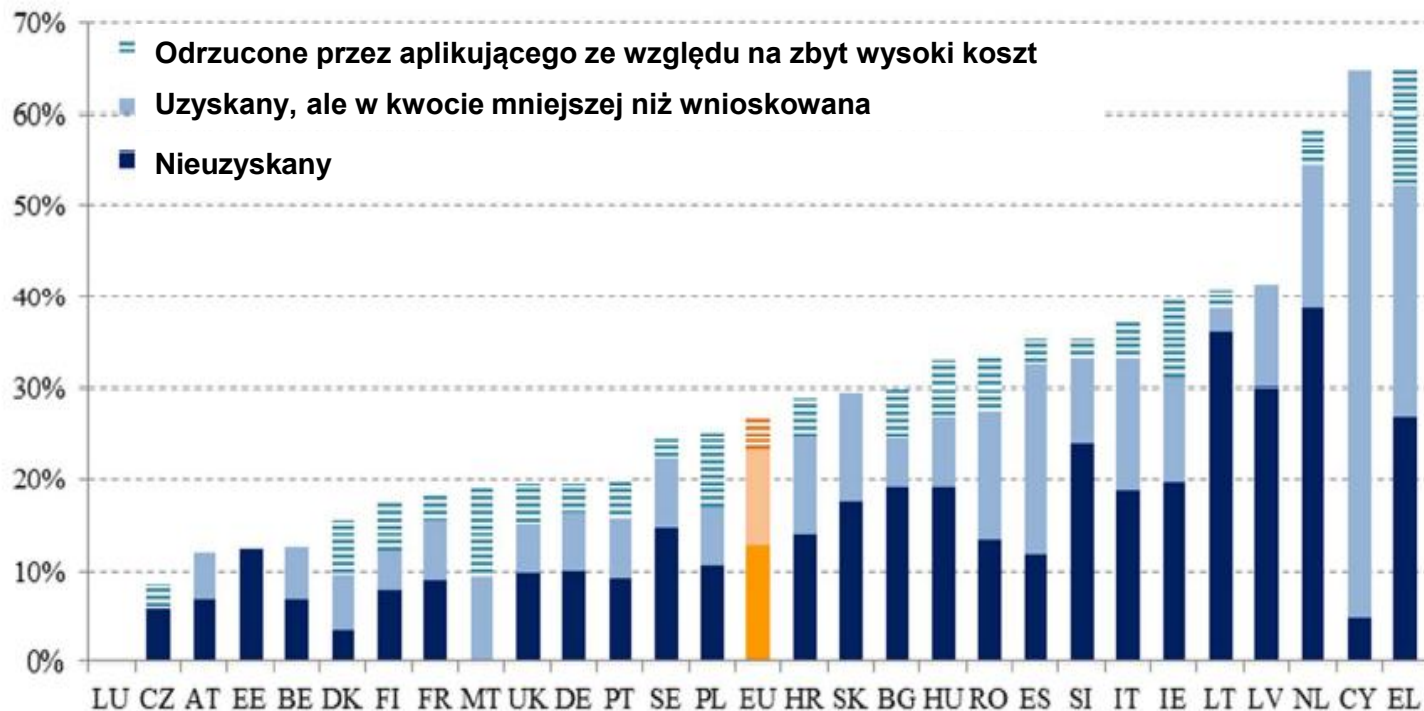
Powolny wzrost nie pozwala firmom na „wyrastanie” z długów

Zadłużenie* przedsiębiorstw niefinansowych (% PKB)

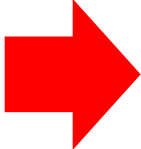


Problemy z dostępem do finansowania sygnalizują głównie małe i średnie firmy, w tym – co szczególnie istotne – start-upy i firmy innowacyjne

Problemy MSP z uzyskaniem kredytu – odsetek firm ubiegających się o kredyt



Agenda

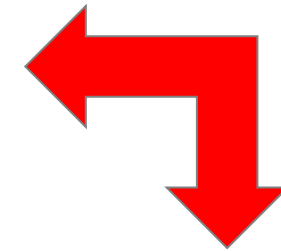
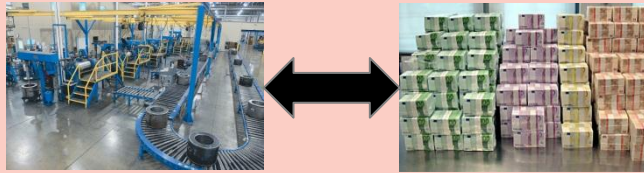
- Procesy inwestycyjne z perspektywy makro
- Procesy inwestycyjne z perspektywy mikro (firmy)
-  **Gdzie tkwi główny problem z inwestycjami, szersze implikacje**
- Wnioski



Problem tkwi w spuściźnie nieproduktywnych inwestycji okresu boomu. Na to nakłada się niepewność instytucjonalna

Mechanizm blokujący inwestycje w Europie

Nieproduktywne inwestycje z przeszłości i związany z nimi dług



Efekty na poziomie mikro: **wyższa skłonność do oszczędzania i/lub potrzeba nowych długów na obsługę starych**

Efekty na poziomie makro: **ograniczony popyt i wzrost, a co za tym idzie ograniczona skłonność podejmowania nowych inwestycji**

Niepewność instytucjonalna

Spośród możliwych sposobów wyjścia z sytuacji niektóre nie działają, a w przypadku innych nie ma woli ich zastosowania

Możliwe rozwiązania problemu nietrafionych inwestycji i towarzyszących temu długów

❑ **Inflacja** jako droga do „wyrośnięcia” z przeszłych długów, ale...

... pierwotny mechanizm działający dziś w europejskiej gospodarce ma charakter deflacyjny (+ to co dzieje się globalnie z cenami surowców)

❑ Zdanie się na „**creative destruction**”, ale...

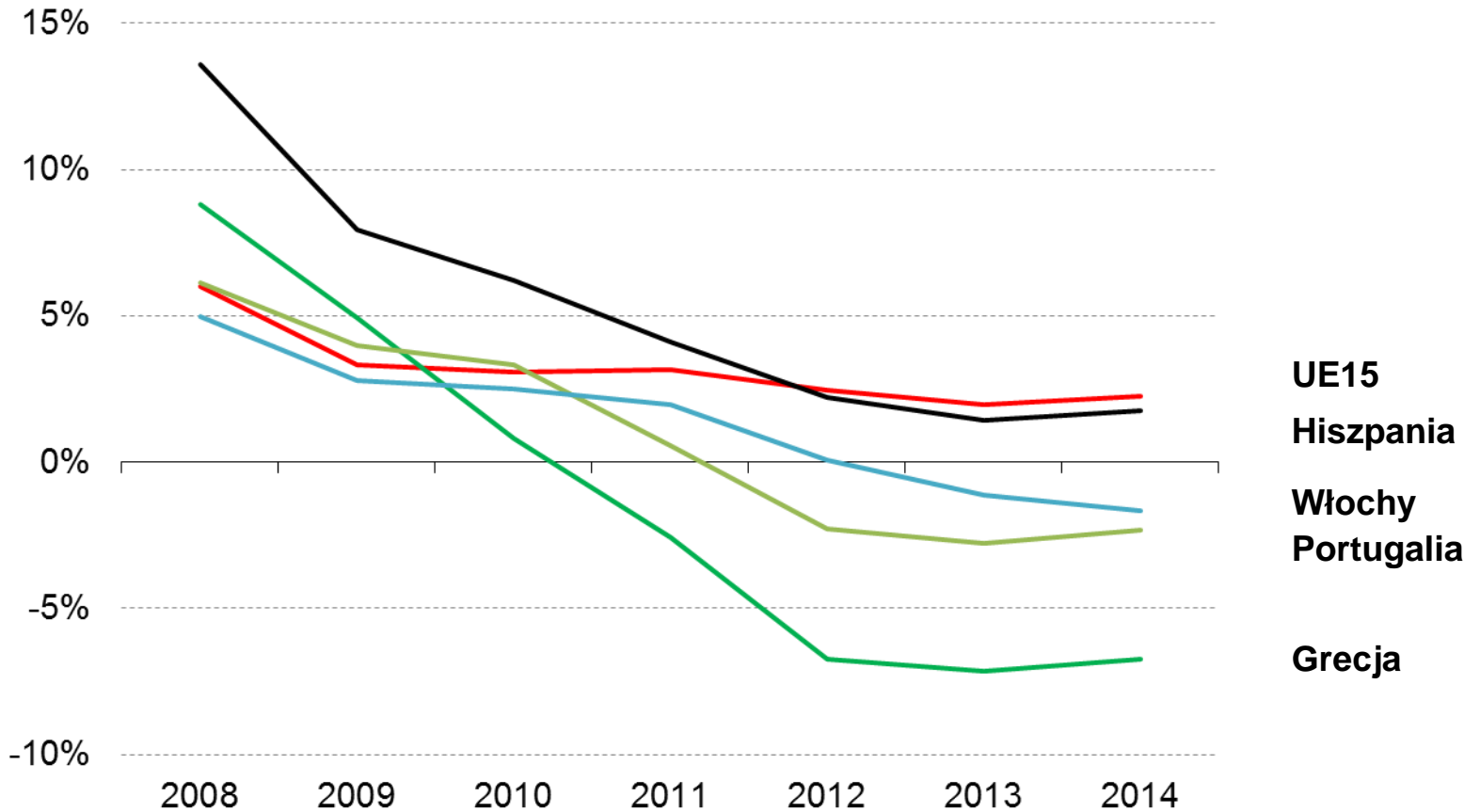
... ekstremalnie luźna polityka monetarna i narastający protekcjonizm gospodarczy hamują ten proces (firmy „zombie”)

❑ **Wymuszona restrukturyzacja bilansów (aktywów i pasywów), ale**

... kto miałby ponieść koszt tego procesu?

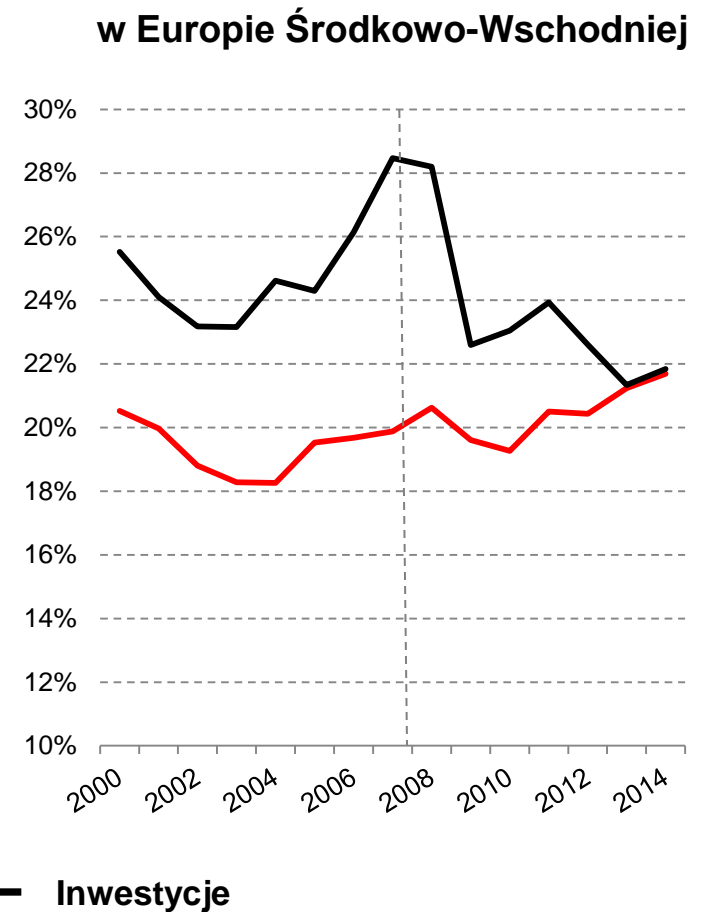
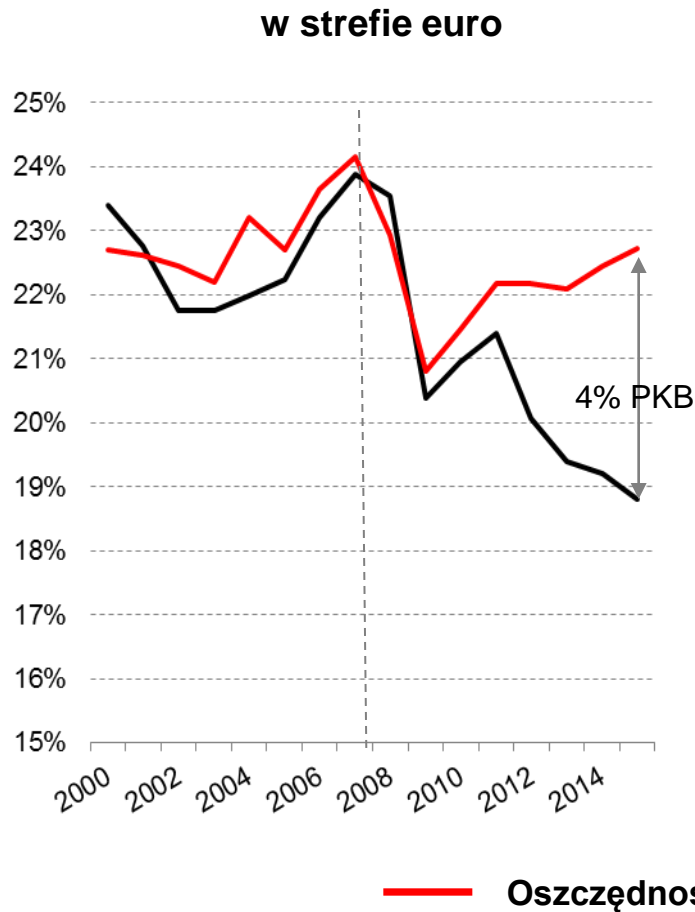
W niektórych krajach poziom inwestycji nie pozwala dziś na odtwarzanie istniejącego majątku, co ma negatywne konsekwencje dla potencjalnego wzrostu

Inwestycje netto w środki trwałe (jako % PKB)



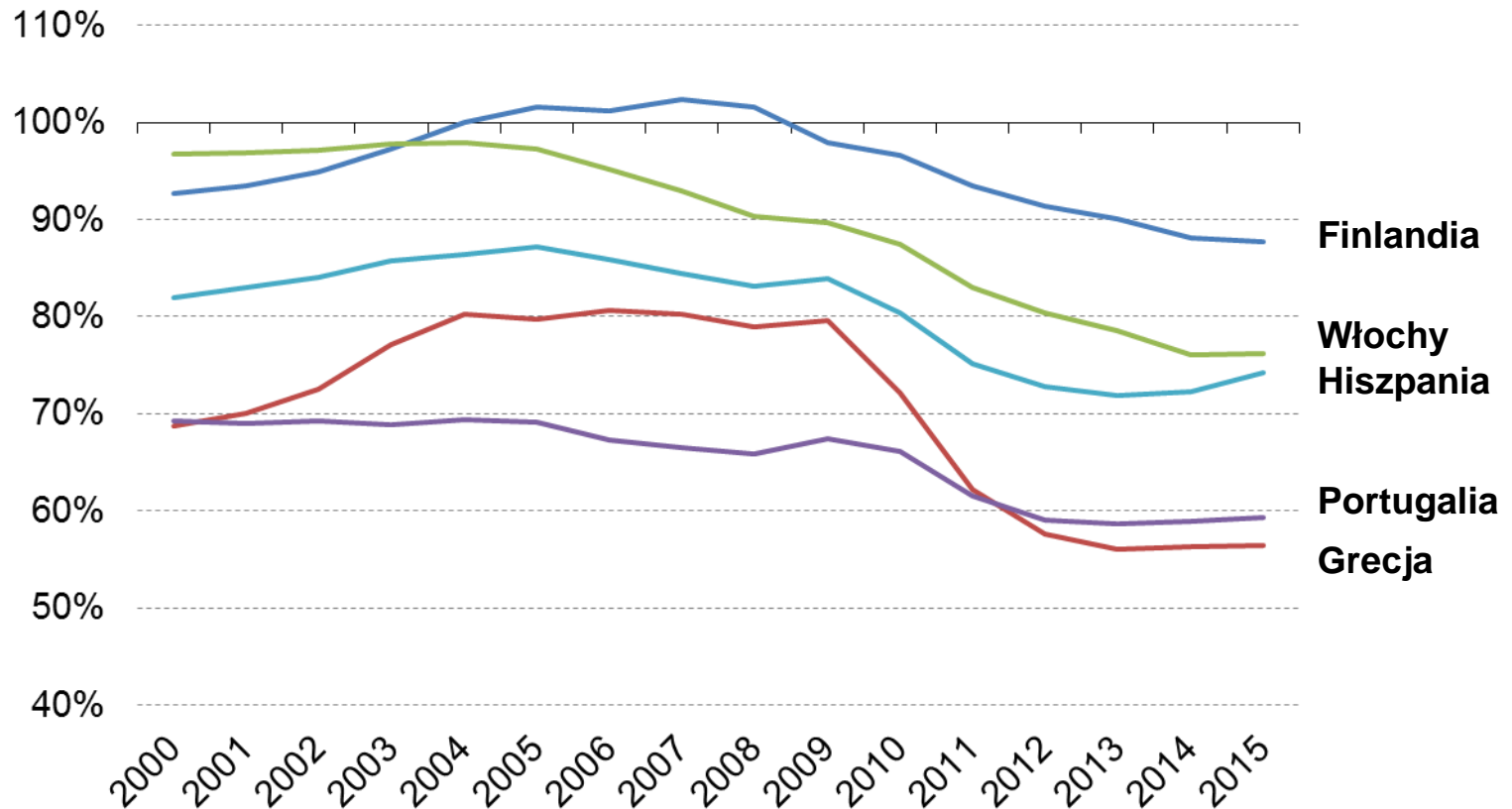
Nie znajdując produktywnych zastosowań kapitał jest z Europy eksportowany

Inwestycje i oszczędności (jako % PKB)



Dywergencja dochodów stawia pod znakiem zapytania „użyteczność” Unii stając się pożywką dla zmian społeczno-politycznych, stanowiących zagrożenie dla unijnego projektu

PKB per capita PPP (Niemcy = 100%)



Agenda

- Procesy inwestycyjne z perspektywy makro
- Procesy inwestycyjne z perspektywy mikro (firmy)
- Gdzie tkwi główny problem z inwestycjami, szersze implikacje
- Wnioski**



Wnioski

- Wydaje się, że główną barierą rozwojową jest **niezaadresowana spuścizna niewłaściwej alokacji zasobów** (głównie kapitału, ale wraz z nim także pracy) w przeszłości
- Wywiera ona silny wpływ na **decyzje podejmowane na poziomie mikro** (wyższa skłonność do oszczędzania i/lub potrzeba zaciągania nowych długów do obsługi starych), które **na poziomie makro skutkują słabym popytem i wzrostem gospodarczym**
- Ponieważ inwestycje firm zawsze „podążają za koniunkturą” (a nie ją wyprzedzają) **sytuacja w zakresie popytu ma niekorzystny wpływ na wielkość unijnych inwestycji** (do tego dochodzą specyficzne na poziomie krajów bariery dla inwestycji w B&R)
- Na to wszystko nakłada się dodatkowo kwestia **niepewności instytucjonalnej**, która ma dziś w dużej mierze, lokalny (europejski) charakter (obawy o „Grexit”, „Brexit” itd.)
- Wydaje się, że w obecnych uwarunkowaniach **polityka makroekonomiczna nie jest w stanie zaadresować kwestii spuścizny przeszłości:**
 - Polityka monetarna jest nieskuteczna jeśli chodzi o wywołanie inflacji (równocześnie utrudnia działanie mechanizmów „creative destruction”), rodząc przy tym nowe ryzyka
 - Ekspansywna polityka fiskalna, której towarzyszy dalsze zadłużanie się ma ograniczone (i krótkotrwałe) przełożenie na popyt, przyczyniając się równocześnie do wzrostu obaw o przyszłość (niepewność)
- Problemów Europy nie da się rozwiązać bez **zwiększenia roli „creative destruction” oraz bez planowej restrukturyzacji**. Może to oznaczać przejściowo dodatkowy koszt (w postaci negatywnego wpływu na wzrost), ale powinien być on krótkotrwały
- Aby zabezpieczyć się przed „moral hazard” (na poziomie krajów) konieczne może być **nowe zdefiniowanie członkostwa w strefie euro (UE)** – np. nieprzestrzeganie określonych zasad może powodować skierowanie danego kraju na ścieżkę „wyjścia”