

mBank – CASE Seminar Proceedings No. 144/2016

Zeszyty mBank – CASE nr 144/2016

Andrzej Rzońca
Aleksander Łaszek

On Economic Growth in Europe, or, The Uncertain Growth Prospects of Western Countries

O wzroście gospodarczym w Europie,
czyli niepewna perspektywa
rozwoju krajów zachodnich

Commentator:

Komentator:

Andrzej Halesiak



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
CASE – Center for Social and Economic Research

mBank–CASE Seminar Proceedings are a continuation of BRE–CASE Seminar Proceedings, which were first published as PBR–CASE Seminar Proceedings

Zeszyty mBank–CASE są kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR–CASE i następującej po niej serii BRE Bank–CASE

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa
al. Jana Pawła II 61/212, 01–031 Warszawa

mBank SA
ul. Senatorska 18, 00–950 Warszawa

Scientific editor/Redakcja naukowa
Ewa Balcerowicz

Series Coordinator/Sekretarz Zeszytów
Agata Kwiek
Aleksandra Polak (cooperation/współpraca)

Translation/Tłumaczenie
Nathaniel Espino

DTP
Tandem Studio

Keywords:

European Union, economic growth, crisis management, inequality

JEL codes:

D63, H12, O47

EAN: 9788371786433

Publisher/Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-
-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa,
al. Jana Pawła II 61/212,
01–031 Warszawa

Disclaimer

The paper contains the views of its authors and not of the institutions with which they cooperate.

Nota prawna

Tekst wyraża poglądy autorów, a nie instytucji, z którymi są związani.



Dr hab. Andrzej Rzońca

Andrzej Rzońca holds a doctorate, with habilitation, in economic sciences. He chairs the Council of the Association of Polish Economists and is chief advisor to the Council and Management Board of FOR. In 2010–2016 he served as a member of the Monetary Policy Council, after working as chief economist of the TFI Altus investment fund in 2009–2010. In 2007–2009 dr. Rzońca was deputy head and director of the research unit of the FOR Foundation, and in 2004–2007 worked as an advisor to the president of the National Bank of Poland. He is a member of the supervisory board of several commercial-law companies, and an assistant professor at the Warsaw School of Economics. Dr. Rzońca has held academic internships in the World Bank and the European Central Bank, and has received honors including the Leopold Kronenberg Foundation prize, the most prestigious Polish award for an economist, as well as the prize of the Financial Sciences Committee of the Polish Academy of Sciences.

Doktor habilitowany nauk ekonomicznych. Przewodniczący Rady Towarzystwa Ekonomistów Polskich. Główny doradca Rady i Zarządu Fundacji FOR. Wcześniej, w latach 2010–2016 członek Rady Polityki Pieniężnej 3 kadencji, w latach 2009–2010 główny ekonomista TFI Altus, w latach 2007–2009 wiceprezes i dyrektor pionu badawczego Fundacji FOR, a w latach 2004–2007 doradca prezesa NBP. Członek rad nadzorczych spółek prawa handlowego. Adiunkt w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Odbił staże naukowe w Banku Światowym i Europejskim Banku Centralnym. Laureat m.in. nagrody Fundacji im. Leopolda Kronenberga, najbardziej prestiżowego polskiego wyróżnienia dla ekonomisty, oraz nagrody Komitetu Nauk o Finansach Polskiej Akademii Nauk.



Aleksander Łaszek

Aleksander Łaszek is the chief economist of FOR and a graduate of the Warsaw School of Economics. He is finishing work on his doctoral dissertation, which examines long-term economic growth after banking crises. In his work he focuses on questions related to long-term growth and structural changes. He has been affiliated with FOR for five years and has written numerous analyses and developed educational projects for the organization, such as “your bill for the state” and estimates of hidden debt (pension obligations). Mr. Łaszek has written and co-authored texts and analysis for organizations including the Ministry of Regional Development, the Lisbon Council, the Institute for Research in Economics and Fiscal Issues (IREF) and the World Bank.

Główny ekonomista FOR, absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Obecnie kończy pisać rozprawę doktorską poświęconą długookresowemu wzrostowi gospodarczemu po kryzysach bankowych. W swoich pracach koncentruje się przede wszystkim na zagadnieniach związanych z długookresowym wzrostem gospodarczym i zmianami strukturalnymi. Od 5 lat związany z FOR, autor licznych analiz FOR, a także projektów edukacyjnych, takich jak rachunek od państwa czy szacunki długu ukrytego (zobowiązań emerytalnych państwa). Ponadto autor i współautor tekstów i analiz m.in. dla Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, Lisbon Council, Institute for Research in Economics and Fiscal Issues (IREF), Banku Światowego.



Andrzej Halesiak

Andrzej Halesiak is a director in the Macroeconomic Analysis Department of Bank Pekao SA. Earlier he worked for the advisory firm McKinsey & Company, on projects including the development of e-business, corporate restructuring and development strategies, and for the Polish Finance Ministry, including participation in preparatory work for negotiating the conditions of Poland's accession to the EU in the area of Economic and Monetary Union.

Mr. Halesiak is a graduate of the Cracow University of Economics (International Economic Relations, Corporate Finance) and the Warsaw Polytechnic/LSE/HEC/NHH School of Business (Executive MBA). He is the author of many papers, reports and articles on macroeconomics, financial markets and various sectors of the economy, and has participated in expert seminars and discussion panels. He writes a column for *Parkiet* newspaper and a blog on current economic issues.

His main areas of interest are integration and globalization processes, as well as questions of "injecting" innovation and financing of the economy.

Dyrektor w Biurze Analiz Makroekonomicznych Banku Pekao S.A. Wcześniej pracował w firmie doradczej McKinsey & Company (m.in. przy projektach związanych z przyciąganiem zagranicznych inwestycji do EŚW, rozwojem e-biznesu, restrukturyzacją firm czy też strategią rozwoju) oraz Ministerstwie Finansów (uczestnicząc m.in. w pracach przygotowawczych negocjacji warunków przystąpienia Polski do UE w obszarze Unia Gospodarcza i Walutowa).

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Krakowie (Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze, Finanse Przedsiębiorstw) oraz Szkoły Biznesu Politechniki Warszawskiej/LSE/HEC/NHH (Executive MBA). Jest autorem licznych opracowań, raportów i artykułów poświęconych makroekonomii, rynkom finansowym i wybranym sektorom gospodarki. Uczestnik seminariów eksperckich i paneli dyskusyjnych. Felietonista „Parkietu”. Prowadzi również bloga dedykowanego bieżącym zagadnieniom gospodarczym.

Główne obszary zainteresowań to procesy integracji i globalizacji, a także zagadnienia „wszczepiania” innowacyjności oraz ufinansowania gospodarki.

Table of Contents

Spis treści

Andrzej Rzońca, Aleksander Łaszek

On Economic Growth in Europe, or, The Uncertain Growth Prospects of Western Countries

O wzroście gospodarczym w Europie, czyli niepewna perspektywa rozwoju krajów zachodnich

Introduction

Wprowadzenie

9

1. Post-Crisis Growth in Europe and Its Differentiation

Pokryzysowy wzrost gospodarczy w Europie i jego zróżnicowanie

11

2. Sources of Weakness in Post-Crisis Growth

Źródła słabości pokryzysowego wzrostu

21

3. Long-Term Threats to Growth in Europe

Zagrożenia dla wzrostu w Europie w dłuższej perspektywie

41

Conclusion

Podsumowanie

46

Bibliography

Bibliografia

49

Commentary

Komentarz

Andrzej Halesiak

Economic Growth in Western Europe: The Investment Perspective

Wzrost gospodarczy w Europie Zachodniej – perspektywa inwestycji

Introduction

Wstęp

52

1. Investment processes in Western Europe in 2007–2014: a macroeconomic perspective

Procesy inwestycyjne w Europie Zachodniej w latach 2007–2014 – perspektywa makroekonomiczna

53

2. The Microeconomic Perspective: The Main Barriers to Investment by Companies in the European Union

Perspektywa mikroekonomiczna – główne bariery dla inwestycji firm w Unii Europejskiej

60

3. The Main Problem With European Investments: Broader Implications

Gdzie tkwi główny problem z europejskimi inwestycjami: szersze implikacje

66

Conclusion

Wnioski

72

On Economic Growth in Europe, or, The Uncertain Growth Prospects of Western Countries

O wzroście gospodarczym w Europie, czyli niepewna perspektywa rozwoju krajów zachodnich

Introduction

Seven years have passed since the acute phase of the global financial crisis. Even so, many economies have not yet returned to their pre-crisis dimensions. While in the European Union, GDP has in fact come to exceed the 2008 level, this happened only in 2014.

The weak economic growth since the crisis raises questions about the nature of this weakness. Specifically, there is a dispute among economists about the degree to which it is the cause, and not the effect, of the management of the crisis. The former opinion corresponds with the secular stagnation hypothesis (see Summers, 2014 and 2015). The latter is derived first and foremost from critical analyses of unconventional macroeconomic policy, performed in particular by the Bank for International Settlements in Basel (see BIS 2014).

In our paper we focus on post-crisis growth in the European Union. We address cross-sectional analysis on the influence of financial crises on economic outcomes (see e.g. Abiad et al., 2009; Bech et al., 2014; Boyd et al., 2005; Cecchetti et al., 2009 and 2011; Cerra et al., 2013; Chen et al., 2015; Dell'Ariccia et al., 2008; Jordà et al., 2013; Kannan, 2012; Laeven and Valencia, 2013; Rose and Spiegel, 2011; Takáts and Upper, 2013). Our basic contribution to this literature is a shifting of the emphasis from the demand side, to which other works most often refer, to the supply side. This is where our research focuses.

We base our research on the approach to the analysis of the costs of crises developed by Abiad et al (2009). We modify this approach in two ways. First, we attempt to explain the weakness of post-crisis growth in potential output, rather than growth in GDP. Secondly, we concentrate

Wprowadzenie

Od ostrej fazy globalnego kryzysu finansowego minęło siedem lat. Mimo to, wiele gospodarek nie osiągnęło jeszcze rozmiarów sprzed jego wybuchu. W Unii Europejskiej PKB przekroczył co prawda poziom z 2008 roku, ale dopiero w 2014 roku.

Słaby wzrost gospodarczy po kryzysie rodzi pytania o naturę tej słabości. W szczególności wśród ekonomistów toczy się spór, na ile jest ona przyczyną, a na ile skutkiem zarządzania kryzysem. Tej pierwszej ocenie odpowiada hipoteza sekularnej stagnacji (zob. Summers, 2014 i 2015). Ta druga wyłania się przede wszystkim z krytycznych analiz niekonwencjonalnej polityki makroekonomicznej, prowadzonych zwłaszcza w Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (zob. BIS 2014).

W naszym opracowaniu koncentrujemy się na wzroście po kryzysie w Unii Europejskiej. Nawiązuje ono do badań przekrojowych nad wpływem kryzysów finansowych na wyniki gospodarcze (zob. np. Abiad et al., 2009; Bech et al., 2014; Boyd et al., 2005; Cecchetti et al., 2009 i 2011; Cerra et al., 2013; Chen et al., 2015; Dell'Ariccia et al., 2008; Jordà et al., 2013; Kannan, 2012; Laeven and Valencia, 2013; Rose i Spiegel, 2011; Takáts i Upper, 2013). Nasz podstawowy wkład do tej literatury polega na przesunięciu akcentów ze strony popytowej, do której najczęściej odwołują się inne prace, na stronę podażową. To na niej skupia się nasze badanie.

Badanie opieramy na podejściu do analizy kosztów kryzysów rozwiniętym przez Abiad et al. (2009). Podejście to modyfikujemy na dwa sposoby. Po pierwsze, staramy się wyjaśnić słabość wzrostu produktu potencjalnego po kryzysie zamiast wzrostu PKB. Po drugie, koncentrujemy

on the results of unconventional macroeconomic policy. In this category we include not only the policy of zero interest rates and mass liquidity support for the banks, but also fiscal stimulus in the absence of fiscal space, resulting in growth of public debt to the highest peacetime levels in history.

In our analysis, we draw most strongly on two works. We evaluate the degree to which the assessments contained in the work of Balcerowicz et al (2013) remain valid. In light of this range of analysis, our paper is much more brief than that work. In this evaluation we model ourselves on the analysis undertaken by Łaszek (2016), introducing into it three modifications: other dependent variables, based on potential output rather than GDP; a sample over a longer time period, reaching to 2015; and a broader set of explanatory variables, which covers the whole of macroeconomic policy after the crisis.

The remainder of the paper is divided into four parts (Parts 2 to 5). In Part 2, we show the general weakness of economic growth in the countries of the EU since the outbreak of the global financial crisis and the simultaneous divergence of their economic performance. In Part 3 we give an overview of the factors responsible for these features of economic growth in Europe. On the basis of this evaluation we attempt to evaluate the degree to which they are persistent. This evaluation allows us to outline, in Part 4, the threats to the stability of Europe in the longer term. Part 5 contains our conclusions. Tables are presented in an appendix.

się na skutkach niekonwencjonalnej polityki makroekonomicznej. Za taką uznajemy nie tylko politykę zerowych stóp procentowych, czy masowe wsparcie płynnościowe dla banków, ale też stymulację fiskalną przy braku przestrzeni fiskalnej, skutkującą wzrostem długu publicznego do historycznie najwyższych poziomów w czasach pokoju.

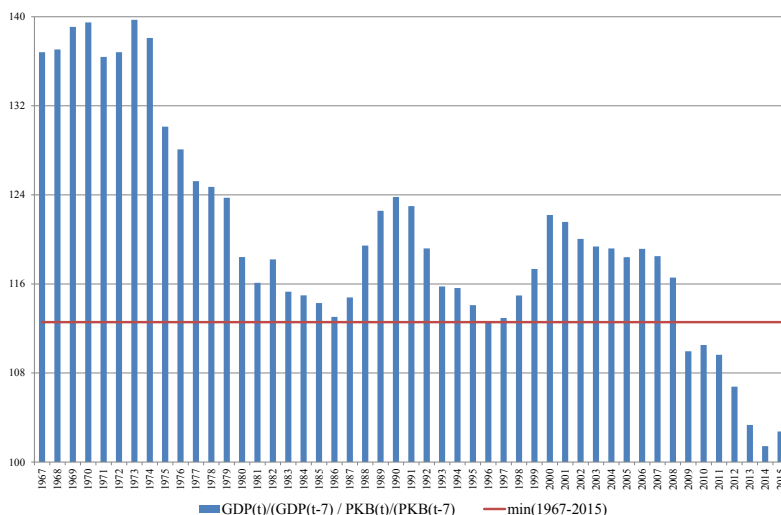
W naszej analizie w największym stopniu czerpiemy z dwóch prac. Sprawdzamy, na ile pozostały w mocy oceny zawarte w pracy: Balcerowicz et al. (2013). Ze względu na taki zakres analizy nasze opracowanie jest dużo mniej obszerne niż tamta praca. W ocenie tej wzorujemy się na analizie podjętej przez Łaszka (2016), wprowadzając do niej trzy modyfikacje: inne zmienne objaśniane, bazujące na produkcie potencjalnym, a nie PKB, dłuższy wymiar czasowy próby, sięgający do 2015 roku, oraz szerszy zestaw zmiennych objaśniających, który pokrywa całość polityki makroekonomicznej po kryzysie.

Dalsza część opracowania jest podzielona na cztery części (ponumerowane od drugiej do piątej). W części drugiej pokazujemy generalną słabość wzrostu gospodarczego w krajach Unii Europejskiej od wybuchu globalnego kryzysu finansowego oraz jednoczesne zróżnicowanie wyników gospodarczych między krajami UE. W części trzeciej dokonujemy przeglądu czynników, które odpowiadały za te cechy wzrostu gospodarczego w Europie. Na podstawie tego przeglądu podejmujemy próbę oceny, na ile mogą być one uporczywe. Ocena ta służy nam do zarysowania w części czwartej zagrożeń dla stabilności Europy w dłuższej perspektywie. Część piąta zawiera podsumowanie. Na końcu opracowania znajduje się załącznik z tabelami.

1. Post-Crisis Growth in Europe and Its Differentiation

In 2008–2015, GDP in the European Union increased by barely 2.7%. By comparison, in 2001–2008, i.e. the seven-year period immediately preceding the crisis, this rate was 16.6%. From 1960 until the crisis, the weakest GDP growth in any seven-year window was noted in 1989–1996, reaching 12.6% (see Figure 1).

Figure 1: Cumulative GDP Growth in the EU in Trailing 7-Year Periods, 1967–2015



Source: AMECO

GDP in the EU at the end of 2015 was 12.0% lower than the 24-year trend estimate from before the crisis and the 2004–2007 boom (or even 16.4% lower, if we estimate the trend based on data from the 10 years before the boom). At the same time, this gap continues to widen. Thus far, not only has the pace of GDP growth not become temporarily higher than the multi-year average from before the crisis, which would allow the closure of the gap, but it has not even returned to the average (see Figure 2).

1. Pokryzowy wzrost gospodarczy w Europie i jego zróżnicowanie

W latach 2008–2015 PKB w Unii Europejskiej zwiększył się zaledwie o 2,7 %. Dla porównania, w latach 2001–2008, tj. siedmioletnim okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys, wzrost ten wyniósł 16,6%. Od 1960 roku do kryzysu największy wzrost PKB w siedmioletnim oknie czasowym odnotowano w latach 1989–1996. Wyniósł on wtedy 12,6% (zob. wykres 1.).

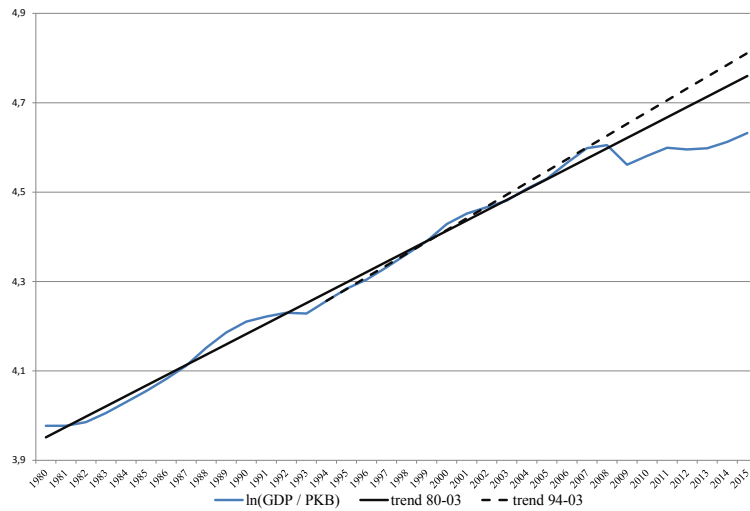
Wykres 1. Skumulowany wzrost PKB w UE w nakładających się siedmioletnich okresach w latach 1967–2015

Źródło: AMECO

PKB w UE na koniec 2015 roku był o 12,0% niższy niż wynikałoby z trendu oszacowanego dla 24 lat sprzed kryzysu i poprzedzającego go boomu z lat 2004–2007 (albo nawet o 16,4%, gdyby szacować trend na danych z dziesięciu lat sprzed boomu). Zarazem luka ta dalej się pogłębia. Tempo wzrostu PKB nie tylko nie stało się dotychczas przejściowo wyższe od wieloletniej średniej sprzed kryzysu, co pozwoliłoby domknąć lukę, ale nawet nie powróciło do średniej (zob. wykres 2.).

Figure 2: GDP in the EU vs. trend, 1980–2015

Wykres 2. PKB w UE w latach 1980–2015 vs. trend



Source: IMF WEO

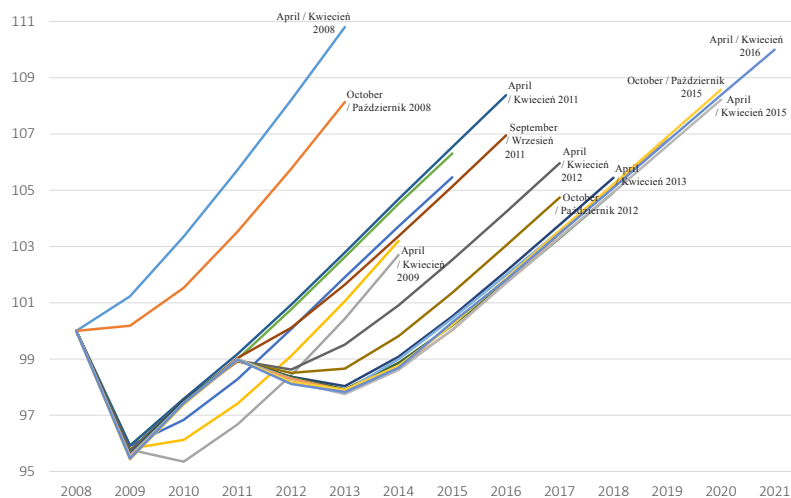
Źródło: IMF WEO

From 2009 to 2013, the forecast path of GDP in almost every half-year has been revised downward. In the case of the Eurozone, in the following three years reality has also proved worse than the increasingly pessimistic forecasts (see Figure 3).

Od 2009 roku do roku 2013 prognozowana ścieżka PKB niemal w każdym półroczu była rewidowana w dół. W przypadku strefy euro także w trzech kolejnych latach rzeczywistość okazywała się gorsza od coraz bardziej pesymistycznych prognoz (zob. wykres 3).

Figure 3: GDP in the Eurozone (2008=100) vs. IMF forecasts, 2008–2016

Wykres 3. PKB w strefie euro (2008=100) vs. prognozy MFW z lat 2008–2016



Source: Successive editions of the IMF WEO

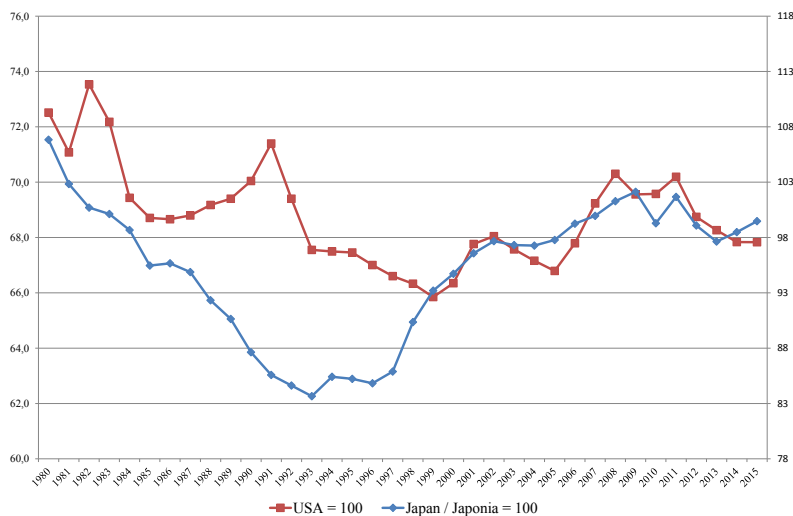
Źródło: kolejne edycje IMF WEO

As a result of the slow growth, Europe has fallen further behind the United States. The proportion of per capita GDP in the EU to per capita GDP in the U.S., after taking into account the difference in prices, declined from 70.3% to 67.8%, i.e. to the level from 2001 (see Figure 4), even though 2008–2015 was the period of the slowest growth in the United States since the Great Depression of the 1930s. That period included not only the crash of GDP in 2008–2009, known as the Great Recession, but the country's weakest post-war economic recovery (see Figure 5). GDP per capita in Europe also slipped below GDP per capita in Japan. Interestingly, this slippage was halted in 2013, the year when Abenomics began in Japan (see Figure 4).

Skutkiem powolnego wzrostu w Europie było ponowne tracenie przez nią dystansu do Stanów Zjednoczonych. Relacja PKB na mieszkańca w UE do PKB na mieszkańca w USA po uwzględnieniu różnicy w poziomie cen obniżyła się z 70,3% do 67,8%, tj. do poziomu z 2001 roku (zob. wykres 4), mimo że lata 2008–2015 były okresem najwolniejszego wzrostu w Stanach Zjednoczonych od Wielkiego Kryzysu z lat trzydziestych XX wieku. Obejmowały one nie tylko załamanie PKB z lat 2008–2009, nazwane Wielką Recesją, ale i najłagodniejszy po drugiej wojnie światowej ożywienie gospodarcze w tym kraju (zob. wykres 5). PKB na mieszkańca w Europie osunął się również poniżej PKB na mieszkańca w Japonii. Co ciekawe, to osunięcie zostało przerwane w 2013 roku, a więc w roku rozpoczęcia abenomiki w Japonii (zob. wykres 4).

Figure 4: GDP per capita in the EU, 1980–2015, compared with GDP per capita in the U.S. and Japan

Wykres 4. PKB na mieszkańca w UE w latach 1980–2015 w relacji do PKB na mieszkańca w USA i Japonii



Source: IMF WEO

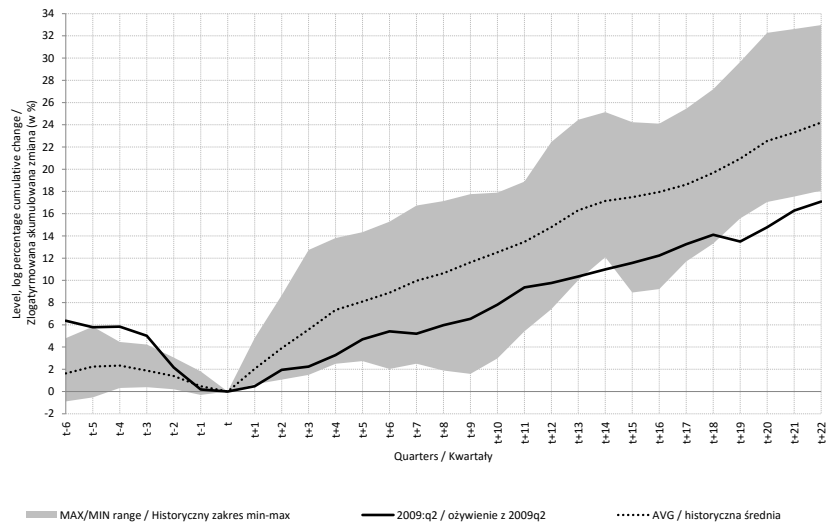
Źródło: IMF WEO

Changes in GDP varied significantly among the countries of the EU, though this variance was smaller than the average from the past, particularly among the new member states. In these countries it reached a historical low, while in the “old” EU it approached this level (see Figures 6a and 6b).

Zmiany PKB istotnie różniły się między krajami UE, jakkolwiek owo zróżnicowanie było mniejsze niż przeciętnie w przeszłości, zwłaszcza wśród nowych krajów członkowskich. W tych krajach osiągnęło ono historyczne minimum, zaś w „starej” UE zbliżyło się do niego (zob. wykresy 6a i 6b).

Figure 5: U.S. GDP growth path during recovery from the global financial crisis, compared with previous periods of recovery since World War II

Wykres 5. Ścieżka PKB w Stanach Zjednoczonych w okresie ożywienia po globalnym kryzysie finansowym na tle poprzednich okresów ożywienia po drugiej wojnie światowej

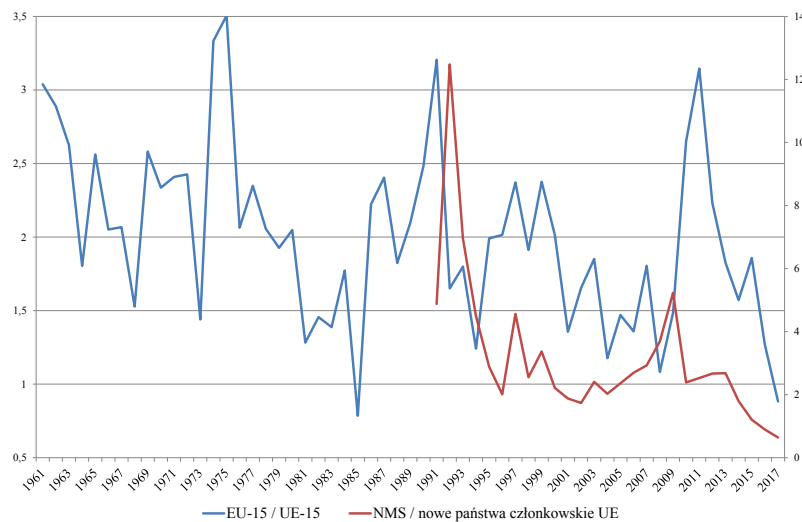


Source: NBP EI

Source: IE NBP

Figure 6a: Standard deviations of GDP growth in EU countries, 1961-2017

Wykres 6a. Odchylenie standardowe dynamiki PKB w krajach UE w latach 1961-2017

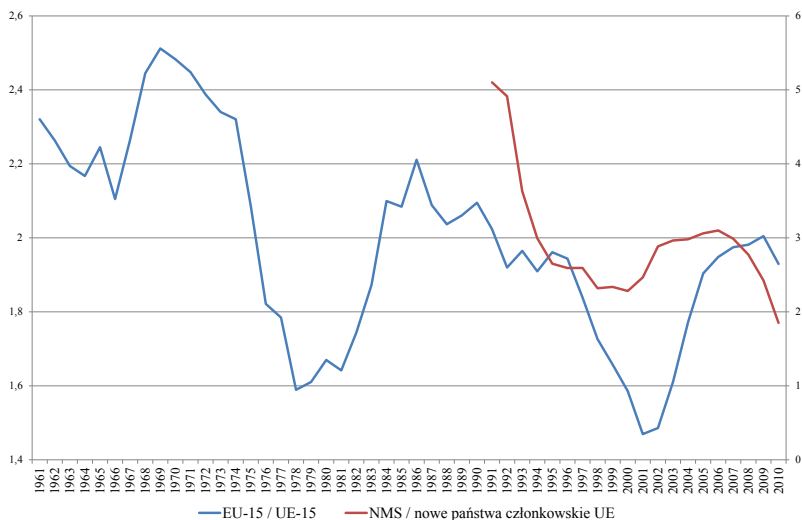


Source: AMECO

Źródło: AMECO

Figure 6b: Standard deviations of GDP growth in EU countries, 1961–2017, smoothed seven-year moving average

Wykres 6b. Odchylenie standardowe dynamiki PKB w krajach UE w latach 1961–2017, wygładzone siedmioletnią średnią krocząca



Source: AMECO

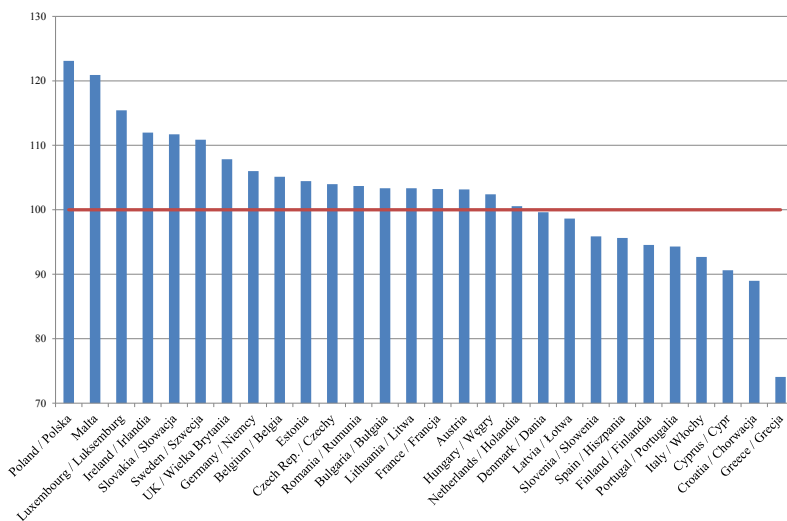
Źródło: AMECO

In 2008–2015, GDP grew the most in Poland (by 23%), where the scale of growth was similar to that in South Korea, while the steepest fall was in Greece (by 25.8%). In addition to Greece, another nine EU economies are smaller than they were before the crisis: The other GIPS countries; Denmark and Finland; and four new member states: Croatia, Cyprus, Latvia and Slovenia (see Figure 7).

W latach 2008–2015 PKB najbardziej zwiększył się w Polsce (o 23,0%), gdzie skala jego wzrostu była podobna jak w Korei Południowej, natomiast najsilniej spadł w Grecji (o 25,8%). Poza Grecją jeszcze dziewięć innych gospodarek w UE ma mniejsze rozmiary niż przed kryzysem. Są to pozostałe kraje GIPS, Dania i Finlandia oraz cztery nowe kraje członkowskie: Łotwa, Słowenia, Chorwacja i Cypr (zob. wykres 7).

Figure 7: GDP in EU countries, 2015 (2007=100)

Wykres 7. PKB w krajach UE w 2015 roku (2007=100)



Source: AMECO

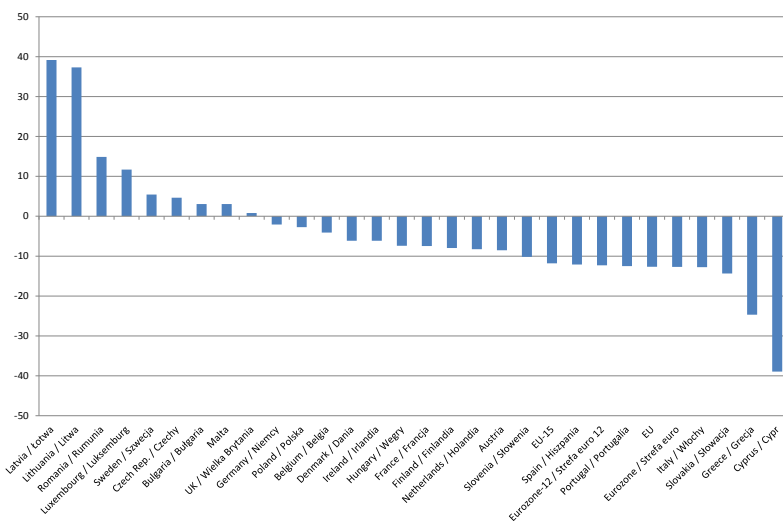
Źródło: AMECO

In no country of the EU did GDP growth in 2008–2015 exceeded the pace from the seven years before the crisis. The shallowest slowdowns were in Germany and Malta, and the deepest in Greece and the new member states, which before the crisis had been growing very fast. Only three countries of the EU-15 had at least one seven-year period in 1960–2008 in which GDP grew slower than in 2008–2015. Meanwhile, in the majority of Central European countries, the global financial crisis caused a weaker shock than the collapse of the socialist economy (see Figure 8).

W żadnym z krajów UE wzrost PKB w latach 2008–2015 nie był większy niż w ciągu siedmiu lat przed kryzysem. Najmniej wzrost spowolnił na Malcie i w Niemczech, a najbardziej w Grecji i nowych krajach członkowskich, które przed kryzysem bardzo szybko rosły. Tylko w trzech krajach starej UE był przynajmniej jeden siedmioletni okres w latach 1960–2008, w którym PKB wzrósł słabiej niż w latach 2008–2015. Natomiast w większości krajów Europy Środkowej globalny kryzys finansowy wywołał słabszy wstrząs niż upadek gospodarki socjalistycznej (zob. wykres 8).

Figure 8: Difference between cumulative GDP growth in 2008–2015 and the slowest cumulative growth in any seven-year period in EU countries, 1960–2008

Wykres 8. Różnica między skumulowanym wzrostem PKB w latach 2008–2015 a najmniejszym skumulowanym wzrostem w okresie siedmioletnim w krajach UE w latach 1960–2008



Source: AMECO

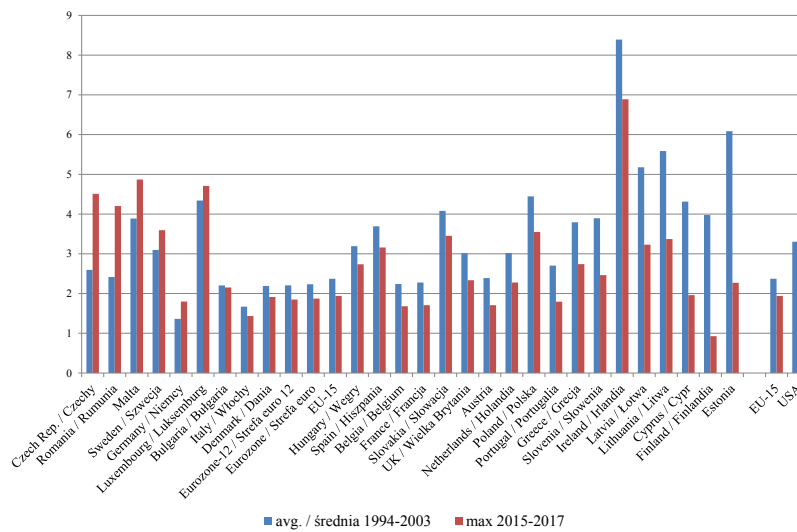
Źródło: AMECO

There were only six EU countries in which GDP growth exceeded in 2015, or is set to exceed in at least one of the two next years, the multi-year average from before the boom and the crisis. Out of the six countries, the majority are countries in which GDP deviates from the trend from before the boom and the crisis to a significantly lower degree than in the remaining countries (see Figure 9).

Tylko w sześciu krajach UE dynamika PKB przekroczyła w 2015 roku lub ma przekroczyć przynajmniej w jednym z dwóch najbliższych lat wieloletnią średnią sprzed boomu i kryzysu. Są to przy tym w większości kraje, w których PKB odchyła się od trendu sprzed boomu i kryzysu wyraźnie słabiej niż w pozostałych krajach (zob. wykres 9).

Figure 9: Maximum GDP growth rate in EU countries and the U.S. in 2015–2017, vs. average rate in 1994–2003

Wykres 9. Maksimum z tempa wzrostu PKB w krajach UE i Stanach Zjednoczonych w latach 2015–2017 vs. przeciętne tempo wzrostu PKB w tych krajach w latach 1994–2003



Source: AMECO

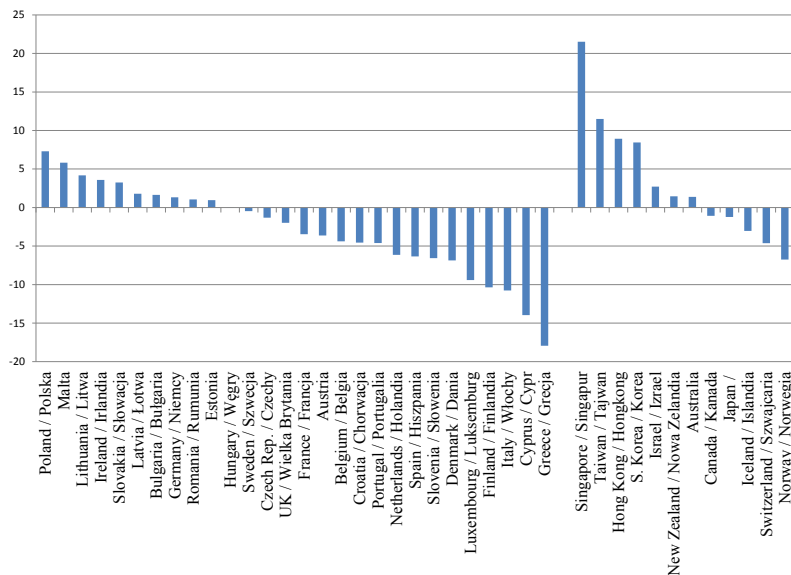
Źródło: AMECO

GDP per capita in 2008–2015 did not decline in all EU countries in comparison to the U.S. The proportion increased in Ireland and Germany, and in the majority of the new member states (the minority in which it decreased comprised Croatia, Cyprus, the Czech Republic, Hungary and Slovenia: see Figure 10). According to IMF forecasts, in all of these countries, with the exception of Germany, the ratio will continue to improve in 2016–2021. Simultaneously, the process of convergence with the U.S. is set to broaden out, reaching a total of 19 countries. This group is to include all of the new member states except Cyprus. Meanwhile, among the large countries of the Eurozone, the only member of this group will be Spain. In France and Italy, GDP per capita will decline to 71.9% and 61.3% of per capita U.S. GDP respectively, compared with 79.3% and 79.9% in 2001.

Nie we wszystkich krajach UE PKB na mieszkańca w latach 2008–2015 obniżył się w relacji do PKB na mieszkańca w Stanach Zjednoczonych. Relacja ta poprawiła się w Irlandii i w Niemczech oraz w większości nowych krajów członkowskich (do mniejszości, w której się ona pogorszyła, należały Węgry, Czechy, Chorwacja, Słowenia i Cypr; zob. wykres 10.). Wedle prognoz MFW we wszystkich tych krajach za wyjątkiem Niemiec ma ona dalej się poprawiać w latach 2016–2021. Jednocześnie proces konwergencji do Stanów Zjednoczonych ma się rozszerzyć na łącznie 19 krajów. W tej grupie mają się znaleźć wszystkie nowe kraje członkowskie oprócz Cypru. Natomiast spośród dużych krajów strefy euro ma być w niej tylko Hiszpania. We Francji i we Włoszech PKB na mieszkańca ma spaść, odpowiednio, do 71,9 i 61,3% PKB na mieszkańca w Stanach Zjednoczonych wobec 79,3 i 79,9% w 2001 roku.

Figure 10: Change in the proportion of GDP per capita in EU countries to GDP per capita in the U.S., 2008–2015, compared with change in the proportion in highly developed countries outside the EU

Wykres 10. Zmiana relacji PKB na mieszkańca w krajach UE do PKB na mieszkańca w Stanach Zjednoczonych w latach 2008–2015 na tle zmiany tej relacji w krajach wysoko rozwiniętych spoza UE



Source: IMF WEO

Źródło: IMF WEO

Even though after 2008, the majority of the new member countries narrowed the distance separating them from the U.S., in all of these countries (with the exception of Malta) the process of convergence clearly slowed in comparison with the pre-crisis period. True, in 2016–2021 it is to accelerate everywhere except in Malta and Poland, but nowhere will it approach the rate from before the crisis (see Figure 11).

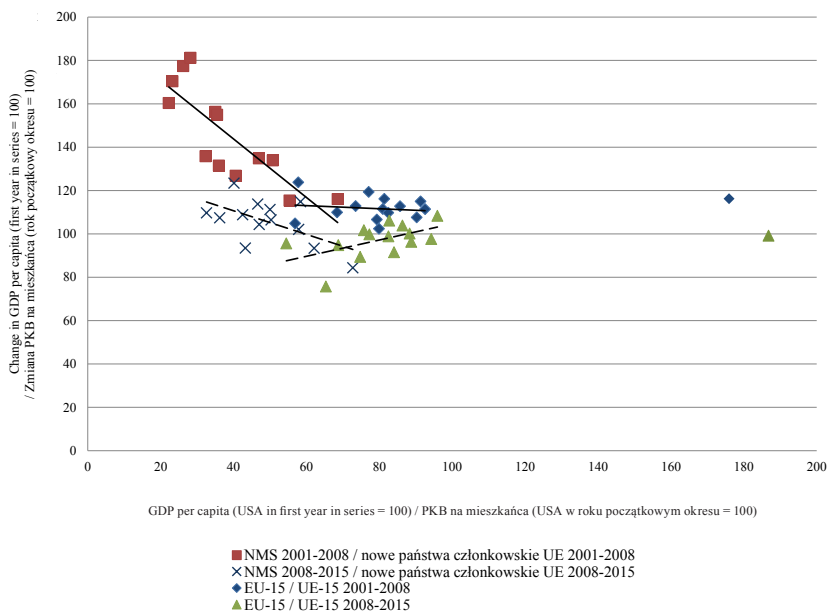
Mimo że nowe kraje członkowskie po 2008 roku w większości nadal zmniejszyły dystans dzielący je od Stanów Zjednoczonych, to, za wyjątkiem Malty, we wszystkich tych krajach proces konwergencji wyraźnie spowolnił w porównaniu do okresu sprzed kryzysu. W latach 2016–2021 ma on co prawda wszędzie, poza Maltą i Polską, przyspieszyć, ale nigdzie nie zbliży się do dynamiki sprzed kryzysu (zob. wykres 11.).

Additionally, it is worth noting that per capita GDP growth rates grew faster in BELL countries (Bulgaria, Estonia, Lithuania and Latvia) and in Romania, than rates observed in the U.S., after 2008, due in part to massive emigration. As a result, the number of residents fell by rates from 2.0% (Estonia) to 10.5% (Lithuania). By comparison, in the U.S. the number of residents increased during this time by 5.8% (see Figure 12).

Ponadto trzeba zaznaczyć, że do szybszego niż w Stanach Zjednoczonych wzrostu PKB na mieszkańca w krajach BELL (czyli w Bułgarii, Estonii, na Litwie i w Łotwie) oraz w Rumunii po 2008 roku przyczyniła się masowa emigracja. W jej wyniku liczba mieszkańców zmniejszyła się od 2,0% (Estonia) do 10,5% (Litwa). Dla porównania w Stanach Zjednoczonych liczba mieszkańców zwiększyła się w tym czasie o 5,8% (zob. wykres 12.).

Figure 11: Economic growth and the initial level of per capita GDP (U.S. = 100) in new EU member countries and in the EU15, 2001–2008 and 2008–2015

Wykres 11. Wzrost gospodarki a początkowy poziom PKB na mieszkańca (USA = 100) w nowych krajach członkowskich UE oraz w UE-15 w latach 2001–2008 oraz 2008–2015

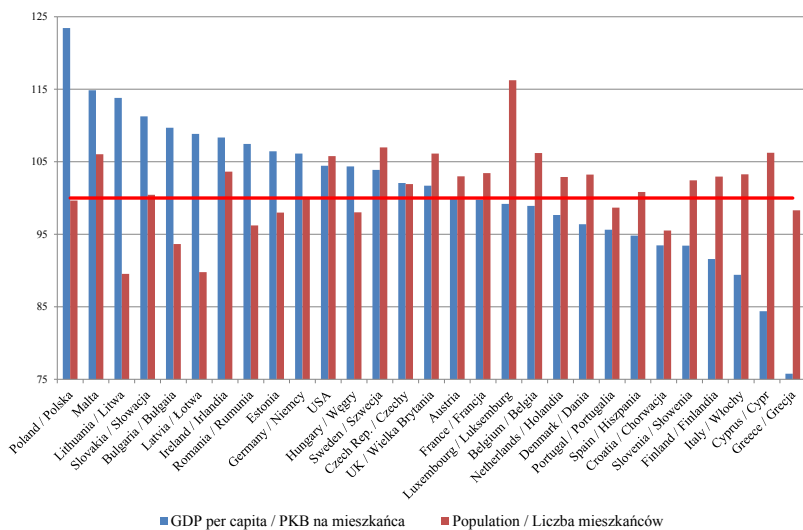


Source: AMECO

Źródło: AMECO

Figure 12: Cumulative change in GDP per capita and number of residents in EU countries and the U.S., 2008–2015

Wykres 12. Skumulowana zmiana PKB na mieszkańca oraz liczby mieszkańców w krajach UE i Stanach Zjednoczonych w latach 2008–2015



Source: IMF WEO

Źródło: IMF WEO

In 10 of the old EU countries, output per capita is lower than before the crisis. The process of convergence, slow in any case, was replaced after 2008 by divergence (see Figure 11). This is occurring not only with respect to the U.S., but also in relation to Germany, the EU's largest economy. It has come to encompass all the large economies of the Eurozone. In 2001, per capita GDP in France and Italy was not far below the German level. Only in the case of Spain was the difference in per capita income compared to the German level significant (standing at 17%), but the gap was gradually narrowing. In 2015 the ratio of per capita GDP to the German level in France, Italy and Spain fell to 87.8%, 76.1% and 74.3% respectively, and in 2021 it is forecast at 87.0%, 74.1% and 79.2%.

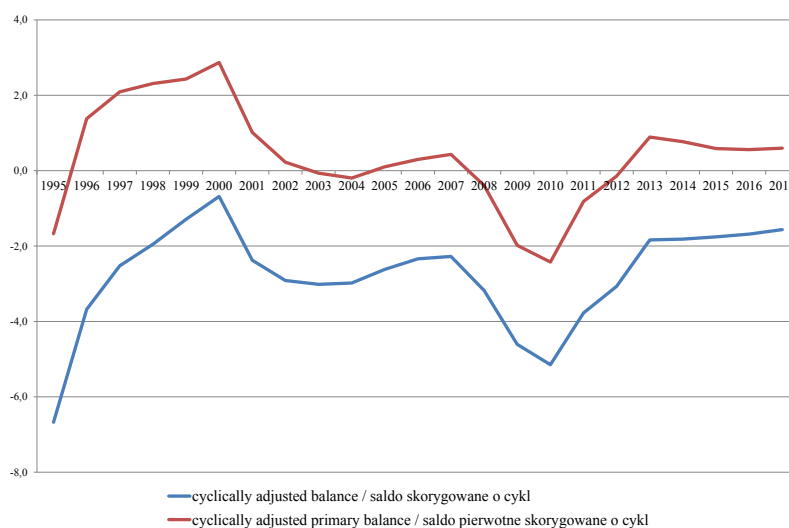
W dziesięciu krajach starej UE dochód na mieszkańca jest niższy niż przed kryzysem. Proces konwergencji, skądinąd powolnej, po 2008 roku zastąpiła dywergencja (zob. wykres 11.). Następuje ona nie tylko w stosunku do Stanów Zjednoczonych, ale też w odniesieniu do Niemiec, czyli największej gospodarki UE. Objęła ona wszystkie duże gospodarki strefy euro. W 2001 roku PKB na mieszkańca we Francji i we Włoszech niewiele ustępował PKB na mieszkańca w Niemczech. Jedynie w przypadku Hiszpanii różnica w poziomie PKB na mieszkańca w porównaniu do Niemiec była istotna (wynosiła 17%), ale stopniowo się zmniejszała. W 2015 roku relacja PKB na mieszkańca we Francji, Włoszech i Hiszpanii do PKB na mieszkańca w Niemczech spadła do odpowiednio 87,8; 76,1 oraz 74,3%, a w 2021 roku ma wynieść odpowiednio 87,0; 74,1 i 79,2%.

2. Sources of Weakness in Post-Crisis Growth

The weakness of growth in the European Union is often attributed to insufficiently expansionary macroeconomic policy or, in general, a lack of aggregate demand. But attribution to these causes raises major difficulties, which we present below.

As a significant factor retarding growth of aggregate demand, observers point first of all to the supposedly too rapid reduction of the public finance deficit. In fact, it was reduced only in 2011–2013, and the combined fiscal adjustment, measured by the improvement in the cyclically adjusted balance (or the cyclically adjusted primary balance), though important, was not exceptionally strong: a) neither compared with the past b) nor in comparison with the scale of fiscal stimulus in the years 2007–2010, c) nor compared with forecasts, d) nor in comparison to the fiscal imbalance, e) nor compared with the chances for a clear improvement in the state of public finances as a result of the operation of automatic stabilizers. In the old EU countries, the fiscal adjustment, measured by the improvement in the cyclically adjusted deficit, stood at

Figure 13: Cyclically adjusted balance and primary balance in the EU15 (% of GDP)



Source: AMECO

2. Źródła słabości pokryzysowego wzrostu

Słabość wzrostu w Unii Europejskiej jest często wiązana z niedostatecznie ekspansywną polityką makroekonomiczną lub – ogólniej – niedostatkiem łącznego popytu. Ale wykazywanie owych związków napotyka na poważne trudności, które przedstawiamy poniżej.

Jako istotny czynnik hamujący wzrost łącznego popytu wskazuje się przede wszystkim rzekomo zbyt szybkie ograniczanie deficytu w finansach publicznych. Tymczasem, redukowano go jedynie w latach 2011–2013, a łączne dostosowanie fiskalne, mierzone poprawą salda (lub salda pierwotnego) oczyszczonego o cykl, choć istotne, nie było wyjątkowo silne: (a) ani na tle przeszłości, (b) ani w porównaniu do rozmiarów stymulacji fiskalnej z lat 2007–2010, (c) ani w stosunku do zapowiedzi, (d) ani w zestawieniu z nierównowagą fiskalną, (e) czy też szansami na wyraźną poprawę stanu finansów publicznych w wyniku działania automatycznych stabilizatorów. W krajach „starej” UE dostosowanie fiskalne mierzone poprawą deficytu w finansach publicznych oczyszczonego o cykl wyniosło 3,3% PKB (4,5% PKB w przypadku pierwotnego salda oczysz-

Wykres 13. Saldo oraz pierwotne saldo skorygowane o skutki zmiany koniunktury (w % PKB) w krajach UE-15 w latach

Źródło: AMECO

3.3% of GDP (4.5% of GDP in the case of the cyclically adjusted primary balance), compared with 6.0% of GDP in 1995–2000, and outweighed the earlier fiscal stimulus by just 0.4% of GDP. Thus almost 90% was accounted for by the withdrawal of the earlier fiscal stimulus (compare Figure 13). As a result, the cyclically adjusted primary balance did become positive, which is a condition of stabilizing the relationship of public debt to GDP over the long term (see e.g. Bohn 1998), but only insignificantly. In 2013 this balance stood at 0.9% of GDP. Thus it only returned to the multi-year average from before the crisis, and only transitionally, because in the following two years it worsened by 0.3% of GDP. A usual fiscal reaction function suggests that the balance should clearly exceed the pre-crisis average, as public debt reached levels that have no peacetime precedent in the countries of the EU, and simultaneously the fiscal crises in some of these countries call for a downward revision of the estimates of the safe level of public debt from before these crises. Earlier it was estimated at about 60% of GDP for highly developed countries (see e.g. Blanchard et al., 2013); by contrast, public debt in the EU in 2015 stood at 87.4% of GDP. In five member states, debt exceeded 100% of GDP. A greater scale of adjustment was also suggested by the likely reduction of (at least) the level of output in the long term (see part 2 above). If this really happened, there is no chance that the worsening of public finances under the influence of the operation of automatic stabilizers in conditions of economic weakness could be compensated for by their improvement in conditions of economic strength.

It is worth mentioning that countries that did not delay adjustment following the outbreak of the global crisis achieved on average a faster pace of per capita GDP growth in 2008–2015 than the countries that decided on fiscal stimulus (see Figure 14).¹ This assessment does not depend on whether we analyze all the EU countries together, or the new member countries and the old EU separately; nor on whether or not we include in the sample outliers – cases such as Greece at one end and Poland at the other.

¹ A juxtaposition from the work of Łaszka (2016) allows us to state that despite the fiscal stimulus, the average decline in GDP in Europe in 2008–2010 was significantly deeper than the average in the three-year period for banking crises in countries outside the EU from 1970–2011 noted in the Laeven-Valencia data base.

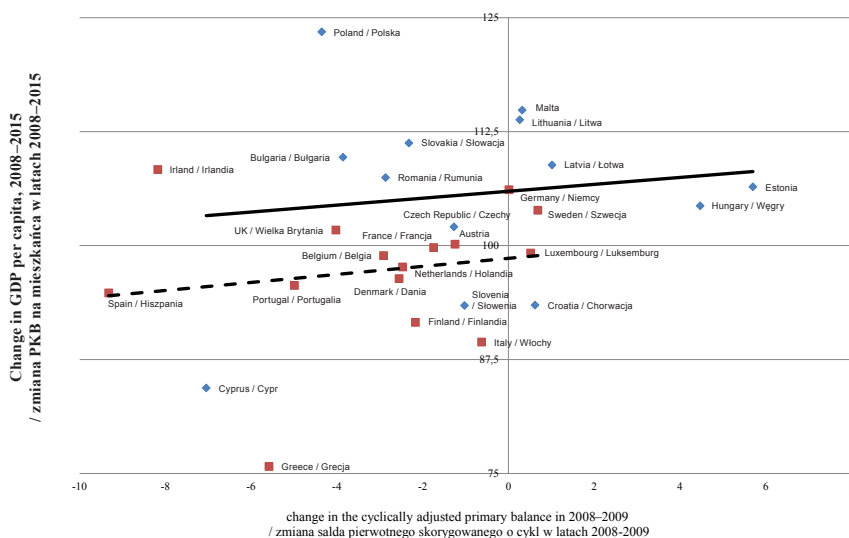
czego o cykl) wobec 6,0% PKB w latach 1995–2000 i tylko o 0,4% PKB przewyższyło wcześniejszą stymulację fiskalną. Składało się więc na nie w prawie 90% wycofanie wcześniejszego impulsu fiskalnego (por. wykres 13.). W wyniku dostosowania pierwotne saldo oczyszczone o cykl stało się co prawda dodatnie, co stanowi warunek ustabilizowania relacji długu publicznego do PKB w długim okresie (zob. np. Bohn, 1998), ale tylko nieznacznie. W 2013 roku saldo to wyniosło 0,9% PKB. Tym samym jedynie powróciło do wieloletniej średniej sprzed kryzysu i to tylko przejściowo, bo w dwóch kolejnych latach pogorszyło się o 0,3% PKB. Standardowa funkcja reakcji sugeruje, że saldo powinno wyraźnie przekraczać średnią sprzed kryzysu, gdyż dług publiczny sięgnął poziomów nie mających w krajach UE precedensu w czasach pokoju, a jednocześnie kryzysy fiskalne w części tych krajów nakazują rewizję w dół szacunków bezpiecznej wielkości długu publicznego sprzed owych kryzysów. Wcześniej oceniano ją na około 60% PKB dla krajów wysoko rozwiniętych (zob. np. Blanchard et al., 2013), tymczasem dług publiczny w UE w 2015 roku wyniósł 87,4% PKB. W pięciu państwach członkowskich dług przekraczał 100% PKB. Za większą skalą dostosowania przemawiało również prawdopodobne obniżenie (co najmniej) poziomu produktu w długim okresie (zob. część 2 powyżej). Jeśli rzeczywiście do niego doszło, to nie ma szans, aby pogorszenie stanu finansów publicznych pod wpływem działania automatycznych stabilizatorów w warunkach złej koniunktury zostało skompensowane jego poprawą w warunkach dobrej koniunktury.

Warto nadmienić, że kraje nie odwracające dostosowania po wybuchu globalnego kryzysu osiągnęły przeciętnie wyższe tempo wzrostu PKB na mieszkańca w latach 2008–2015 niż kraje, które zdecydowały się na stymulację fiskalną (zob. wykres 14).¹ Ocena ta nie zależy od tego, czy analizujemy wszystkie kraje UE łącznie, czy też osobno nowe kraje członkowskie i starą Unię; ani też od tego, czy uwzględniamy w próbie skrajne przypadki takie, jak: z jednej strony, Grecja, a z drugiej strony, Polska, czy też je z niej wyłączamy.

¹ Zestawienie z pracy Łaszka (2016) pozwala stwierdzić, że pomimo stymulacji fiskalnej, przeciętny spadek PKB w Europie w latach 2008–2010 był znacznie głębszy od średniej w trzyletnim okresie dla kryzysów bankowych w krajach spoza UE z lat 1970–2011 odnotowanych w bazie Laeven-Valencia.

Figure 14: Relationship between cumulative per capita GDP growth in 2008–2015 and change in the cyclically adjusted primary balance in 2008–2009 in EU countries

Wykres 14. Związek między skumulowanym wzrostem PKB na mieszkańca w latach 2008–2015 a zmianą pierwotnego salda skorygowanego o skutki zmiany koniunktury w latach 2008–2009 w krajach UE



Source: AMECO

Źródło: AMECO

The diagnosis that the weakness of growth in the EU was somehow caused by excessively fast deficit reduction is accompanied by recommendations that Germany, which since 2012 has had a slight surplus in public finances, should give up this surplus, thus supporting demand in the remaining EU countries, particularly in the Eurozone. These recommendations do not take into account that the positive direct effect of spending growth in Germany for other economies of the Eurozone would be to a large degree neutralized by the consequences of euro appreciation (cf. e.g. Blanchard et al, 2015). Meanwhile, the simulations conducted by Cwik and Wieland (2011) indicate that for Italy, for example, the combined effect of stimulation of domestic demand in Germany would become negative as early as the fourth quarter after the stimulus.

Ocenom, wedle których za słabość wzrostu w UE odpowiadałoby jakoby zbyt szybkie ograniczanie deficytu, towarzyszą rekomendacje dla Niemiec, mających od 2012 roku niewielką nadwyżkę w finansach publicznych, żeby z niej zrezygnowały i w ten sposób wsparły popyt w pozostałych krajach UE, w tym zwłaszcza w strefie euro. W rekomendacjach tych nie bierze się pod uwagę, że pozytywny bezpośredni skutek wzrostu wydatków w Niemczech dla innych gospodarek strefy euro byłby w dużej części zneutralizowany przez następstwa aprecjacji euro (por. np. Blanchard et al., 2015). Tymczasem, z symulacji przeprowadzonych przez Cwika i Wielanda (2011) wynika, że na przykład dla Włoch łączny efekt stymulacji popytu krajowego w Niemczech stałby się negatywny już w czwartym kwartale po stymulacji.

Since the outbreak of the global financial crisis, after all, countries have been doing what the supporters of stimulating domestic demand have been asking of Germany. Growth of German imports from the rest of the EU is much higher than that of German exports to those countries. In 2007–2013, Germany's trade surplus with the rest of the EU shrank from 5.1% of GDP to 1.5% of GDP. Meanwhile, Germany significantly increased its trade sur-

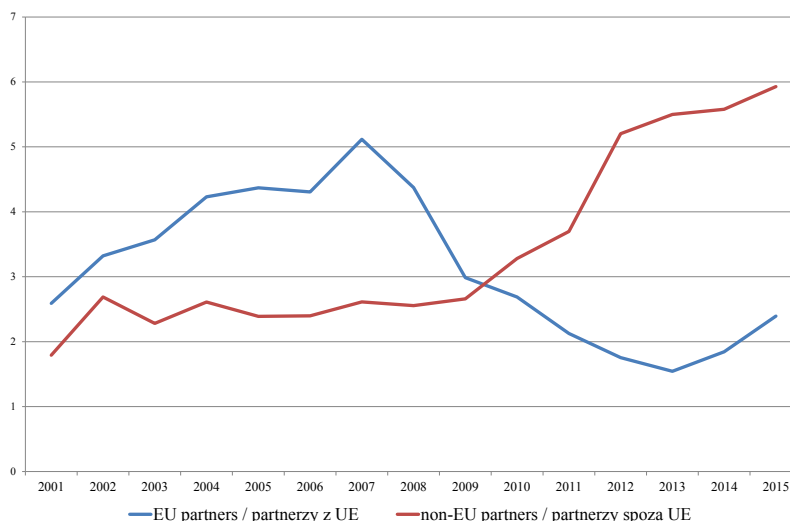
Od wybuchu globalnego kryzysu finansowego dokonuje się zresztą to, czego oczekują od Niemiec zwolennicy pobudzania popytu krajowego. Dynamika importu Niemiec z pozostałych krajów UE jest dużo wyższa niż eksportu Niemiec do tych krajów. W latach 2007–2013 nadwyżka handlowa Niemiec w wymianie z pozostałymi krajami UE skurczyła się z 5,1% PKB do 1,5% PKB. Niemcy zwiększyli natomiast znacząco swoją nadwyżkę handlową w wymia-

plus with non-EU countries: from 2.6% of GDP in 2007 to 5.9% of GDP in 2015 (see Figure 15). The EU countries benefitted from this, exporting intermediate goods to Germany.

nie z krajami spoza UE – z 2,6% PKB w 2007 roku do 5,9% PKB w 2015 roku (zob. wykres 15). Kraje UE korzystały na tym, eksportując do Niemiec dobra pośrednie.

Figure 15: Germany's trade balance with EU and non-EU countries, 2001-2015 (% of GDP)

Wykres 15. Saldo handlowe Niemiec z krajami UE i spoza UE w latach 2001-2015 (w % PKB)



Source: Eurostat

Źródło: Eurostat

The weak growth in Europe has also been blamed on the European Central Bank, which allegedly conducted insufficiently expansionary monetary policy for too long – in comparison with the Fed and the Bank of England. As evidence of insufficiently expansionary ECB policy, low inflation in the Eurozone is cited. But in 2008–2013, and thus in the period that includes the fiscal crises in some of the member countries, it was almost identical to policy in the United States (see Figure 16).

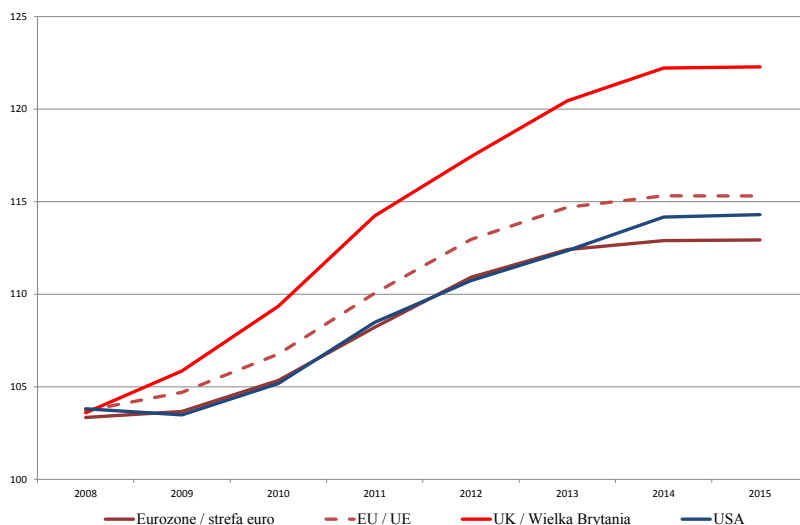
Za słaby wzrost w Europie bywa też obwiniany Europejski Bank Centralny, który jakoby przez zbyt długi czas miał prowadzić niedostatecznie ekspansywną politykę pieniężną – w odróżnieniu od amerykańskiego Fed-u, czy Banku Anglii. Dowodem na niedostatecznie ekspansywną politykę EBC ma być niska inflacja w strefie euro. Tyle, że w latach 2008–2013, a więc w okresie obejmującym kryzysy fiskalne w części krajów członkowskich, była ona niemal identyczna jak w Stanach Zjednoczonych (zob. wykres 16).

The slowdown in inflation in the Eurozone in 2014–2015 (which, though with a one-year delay, happened on a scale not much smaller in the U.S. and the UK as well) was caused primarily by the slowdown, to a very low pace, of growth in energy prices, meaning an additional supply shock (see Figure 17). Such a shock reduces inflation, but simultaneously supports the rebuilding of aggregate demand. Rather than spending on energy, households and enterprises can use their income for other goods. This

Za spadek inflacji w strefie euro w latach 2014–2015 (który, choć z jednorocznym opóźnieniem, wystąpił w niewiele mniejszej skali także w USA i Wielkiej Brytanii) odpowiada przede wszystkim spadek do bardzo niskiego poziomu dynamiki cen energii, czyli dodatni wstrząs podażowy (zob. wykres 17). Taki wstrząs redukuje inflację, ale jednocześnie sprzyja odbudowie łącznego popytu. Zamiast na energię gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa mogą wydawać swoje dochody na inne dobra. Ten wzrost zdol-

Figure 16: Inflation in the EU, the Eurozone, the UK and the U.S., 2008–2015 (2007=100)

Wykres 16. Inflacja w UE, strefie euro, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych w latach 2008–2015 (2007=100)



Source: IMF WEO

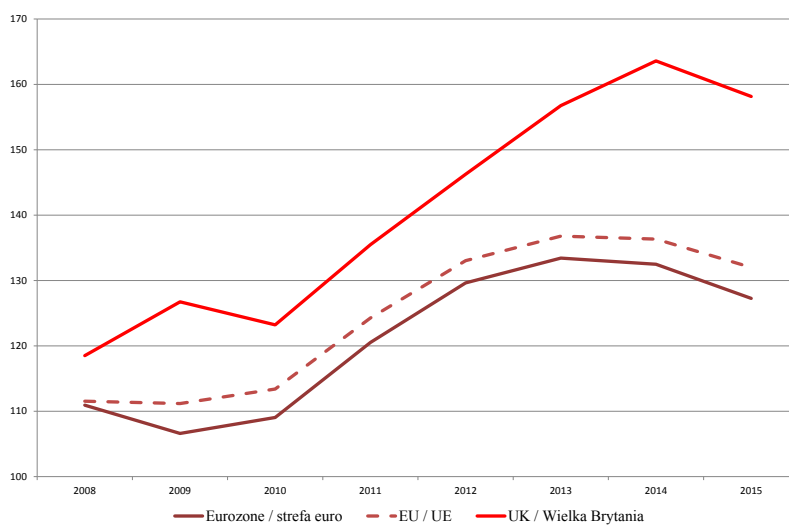
Źródło: IMF WEO

growth in households' and enterprises' ability to finance purchases is stronger the greater the slowdown in energy price growth. It is precisely private consumption that contributed most to the acceleration of GDP growth in

ności gospodarstw i przedsiębiorstw do finansowania zakupów jest tym silniejszy, im bardziej obniża się dynamika cen energii. To właśnie prywatna konsumpcja najbardziej przyczyniła się do przyspieszenia tempa wzrostu PKB

Figure 17: Energy price growth in the EU, the Eurozone and the UK, 2008–2015 (2007=100)

Wykres 17. Wzrost cen energii w UE, strefie euro i Wielkiej Brytanii w latach 2008–2015 (2007=100)

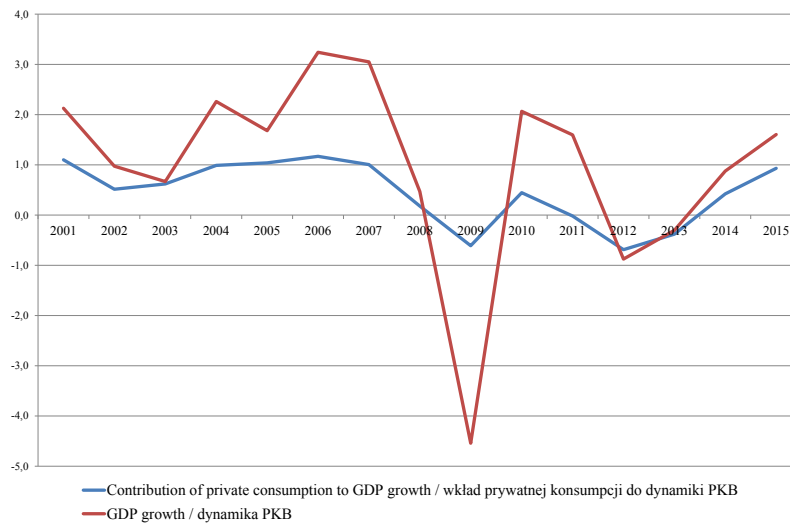


Source: AMECO

Źródło: AMECO

Figure 18: GDP growth in the Eurozone (%) and share of private consumption in growth (percentage points), 2001–2015

Wykres 18. Dynamika PKB w strefie euro (w %) i wkład prywatnej konsumpcji do tej dynamiki (w pkt proc.) w latach 2001–2015



Source: AMECO

Źródło: AMECO

the Eurozone in 2014–2015. Last year, its contribution to growth approached the values from 2004–2007 (see Figure 18).

w strefie euro w latach 2014–2015. W ubiegłym roku jej wkład do tego tempa zbliżył się do wartości z lat 2004–2007 (zob. wykres 18).

Another important factor reducing inflation in the Eurozone was, at least until recently, the decline in unit labor costs in the countries of the periphery (see Figure 19). They need this in order to rebuild competitiveness. The deeper the fall, the faster and stronger the recovery will be. This source of the decline in inflation is thus also beneficial for Eurozone growth.

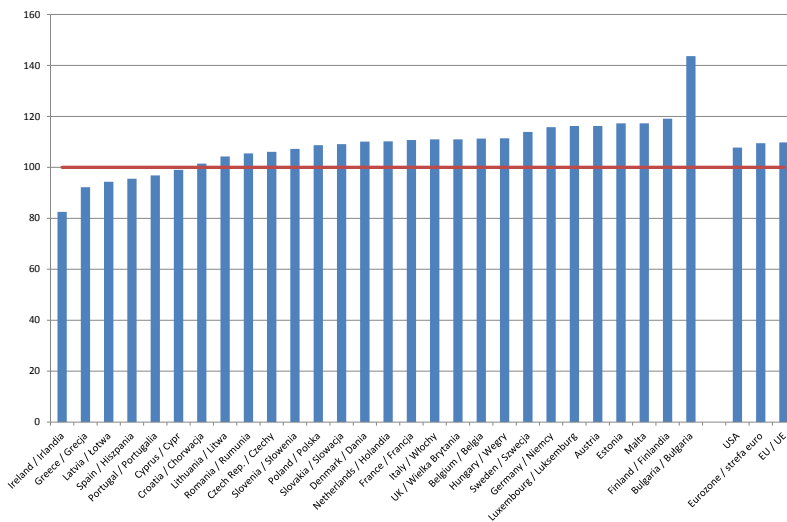
Drugim ważnym czynnikiem obniżającym inflację w strefie euro był, przynajmniej do niedawna, spadek jednostkowych kosztów pracy w krajach peryferyjnych (zob. wykres 19). Jest on im potrzebny do odbudowy konkurencyjności. Im będzie głębszy, tym odbudowa ta będzie szybsza i silniejsza. To źródło spadku inflacji jest więc również korzystne dla wzrostu strefy euro.

Low inflation in the Eurozone is also caused by its low level in Germany. Thanks to this, the improvement in competitiveness of the peripheral countries is not accompanied by significant weakness in the competitiveness of Germany compared with other non-peripheral countries. Germany maintaining competitiveness is all the more important for the other Eurozone countries as exports from the majority of them are strongly dependent on exports from Germany (see Figure 20).

Do niskiej inflacji w strefie euro przyczynia się też jej niski poziom w Niemczech. Dzięki temu, poprawie konkurencyjności krajów peryferyjnych nie towarzyszy istotne osłabianie się konkurencyjności Niemiec wobec innych gospodarek niż kraje peryferyjne. Utrzymanie konkurencyjności przez Niemcy jest tym ważniejsze dla innych krajów strefy euro, że eksport większości z nich silnie zależy od eksportu Niemiec (zob. wykres 20).

Figure 19: Growth in unit labor costs in EU countries and the U.S., 2008–2015 (2008=100)

Wykres 19. Dynamika jednostkowych kosztów pracy w krajach UE i Stanach Zjednoczonych w latach 2008–2015 (2008=100)

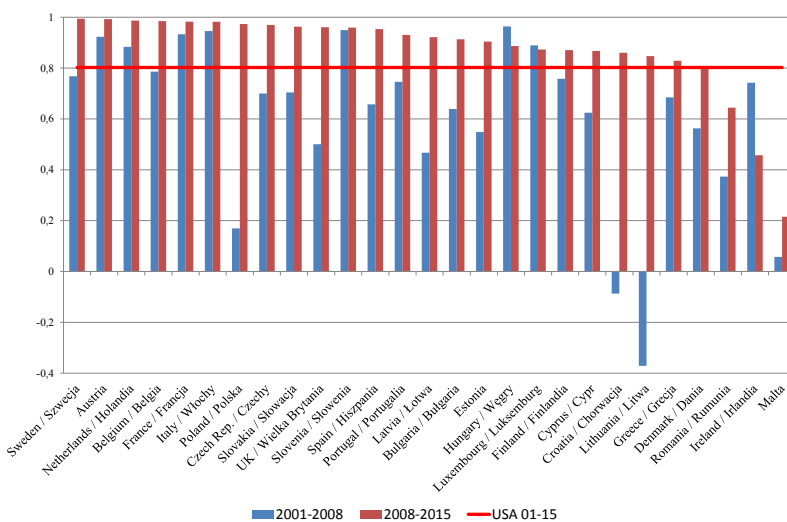


Source: AMECO

Źródło: AMECO

Figure 20: Correlation between growth in exports of goods (in constant prices) from Germany and from other EU countries, 2001–2008 and 2008–2015

Wykres 20. Korelacja między dynamiką eksportu dóbr (w cenach stałych) Niemiec oraz innych krajów UE w latach 2001–2008 i 2008–2015



Source: AMECO

Źródło: AMECO

Another piece of supposed evidence that monetary policy is insufficiently expansionary is “deleveraging.” Other than Ireland, there was no EU country where it reached an exceptional level when compared with earlier banking crises. Aside from Ireland, it was also deep in the Baltic countries, as Balcerowicz et al (2013) document. There, the pace was similar to that in the “deleveraging” in Sweden after the crisis in the early 1990s. That country’s experiences from that period are often pointed to as an example of successful crisis management and restoration of healthy economic growth (see e.g. Spilimbergo et al., 2008). It is also worth remembering that both in the Baltic countries and in Ireland, cumulative GDP growth per capita clearly exceeded the average for the entire EU.

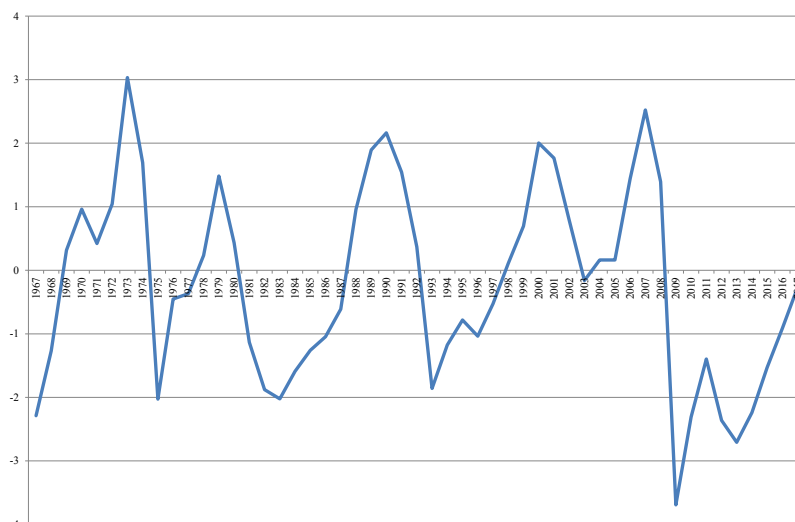
The persistence of weak growth in the European Union and the weakness of the statements tying it to insufficient aggregate demand incline us toward the view that its source is on the supply side. This assessment is confirmed by a glance at the estimates of the output gap. Neither in the EU as a whole, nor in the vast majority of member countries, is it deeply negative, despite the weakness of post-crisis growth (see Figures 21 and 22).

Innym rzekomym dowodem na niedostatecznie ekspansywną politykę pieniężną ma być „delewarowanie”. W żadnym kraju UE poza Irlandią nie osiągnęło ono wyjątkowej skali na tle poprzednich kryzysów bankowych. Oprócz Irlandii głębokie było także w krajach nadbałtyckich, jak dokumentują Balcerowicz et al. (2013). Miało ono tam podobne tempo do „delewarowania” w Szwecji po kryzysie z początku lat 1990. Jej doświadczenia z tamtego okresu są często przywoływane jako przykład udanego zarządzania kryzysem i przywrócenia zdrowego wzrostu gospodarczego (zob. np. Spilimbergo et al., 2008). Warto też przypomnieć, że zarówno w krajach nadbałtyckich, jak i w Irlandii skumulowany wzrost PKB na mieszkańca wyraźnie przekraczał średnią dla całej UE.

Uporczywość słabego wzrostu w Unii Europejskiej oraz ułomności twierdzeń wiążących go z niedostatkiem łącznego popytu skłaniają nas do wniosku, że ma on podażowe źródła. Ocenę tę potwierdza rzut oka na szacunki luki popytowej. Ani w UE jako całości, ani w zdecydowanej większości krajów członkowskich nie jest ona głęboko ujemna, pomimo słabości wzrostu po kryzysie (zob. wykres 21. i 22.).

Figure 21: The output gap in the EU15, 1967–2017 (% of potential GDP)

Wykres 21. Luka popytowa w UE 15 w latach 1967–2017 (w % PKB potencjalnego)

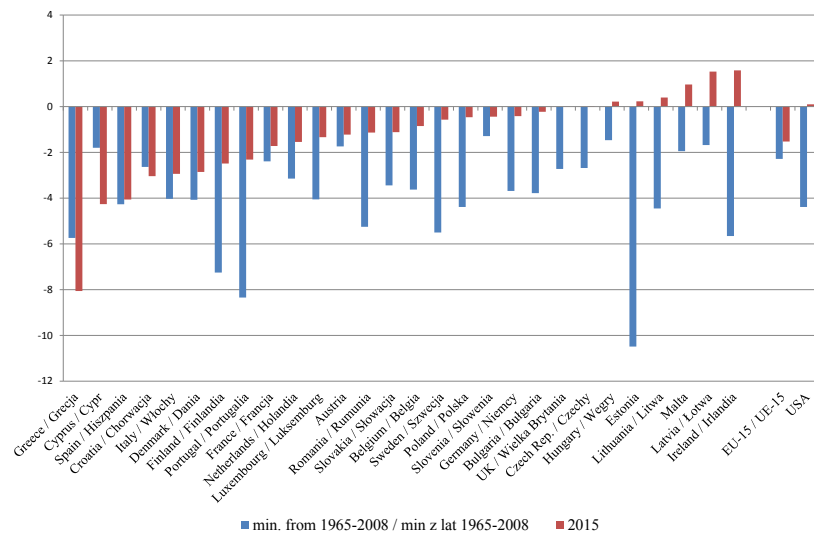


Source: AMECO

Źródło: AMECO

Figure 22: The output gap in EU countries and the U.S., 2015, compared with its deepest negative value, 1965–2008 (% of potential GDP)

Wykres 22. Luka popytowa w krajach UE i Stanach Zjednoczonych w 2015 roku na tle jej najbardziej ujemnej wartości w latach 1965–2008 (w % PKB potencjalnego)



Source: AMECO

Źródło: AMECO

Still, this does not mean we believe that macroeconomic policy had no influence on this weakness. But if it contributed, it was in other ways than usually discussed.

Nie oznacza to, jednak, że uważamy, iż polityka makroekonomiczna nie miała na tę słabość wpływu. Jeśli się do niej przyczyniała, to jednak na inne sposoby niż zwykle dyskutowane.

The fiscal stimulus from 2008–2010 put a brake on restructuring in the countries that undertook it. This delay in restructuring was visible in particular in persistence of high share of construction in value added, e.g. in Spain in 2010, where it exceeded 10% of GDP. Another consequence of the fiscal stimulus and subsequent tax-based fiscal adjustment was the further growth of public spending other than debt-servicing costs (see Figures 23a and 23b). In the EU, they are decidedly higher than in almost all non-EU highly developed countries, resulting in higher tax burdens (see Figure 24).

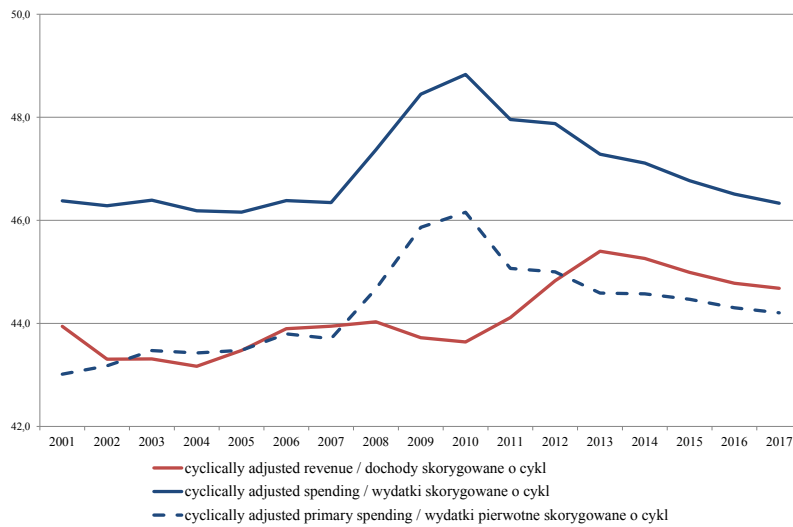
Stymulacja fiskalna z lat 2008–2010 zahamowała restrukturyzację w krajach, które ją podjęły. Zahamowanie to przejawiało się w szczególności utrzymaniem wysokiego udziału budownictwa w wartości dodanej, np. w Hiszpanii do 2010 roku przekraczał on 10% PKB. Innym następstwem stymulacji fiskalnej i oparcia późniejszego dostosowania fiskalnego głównie na podwyżkach podatków był dalszy wzrost wydatków publicznych innych niż koszty obsługi długu (zob. wykres 23a i 23b). Są one w Unii Europejskiej zdecydowanie wyższe niż w niemal wszystkich krajach wysoko rozwiniętych spoza UE, skutkując wyższymi ciężarami podatkowymi (zob. wykres 24).

Failure to calibrate the scale of adjustment to the dimensions of the earlier stimulus and the growth of public debt cause in turn that the majority of these burdens are more uncertain than before the crisis. High public debt simultaneously increases the risk of serious difficulties with financing of public spending and, as a result, strong negative shocks. It is worth noting that the peripheral countries experienced fiscal crises, even though the dif-

Niedopasowanie skali dostosowania do rozmiarów wcześniejszej stymulacji oraz przyrost długu publicznego powodują z kolei, że wielkość tych ciężarów jest bardziej niepewna niż przed kryzysem. Wysoki dług publiczny zwiększa zarazem ryzyko poważnych trudności ze sfinansowaniem wydatków publicznych i – w konsekwencji – silnych negatywnych wstrząsów. Warto zauważyć, że kraje

Figure 23a: Revenue and expenditures (primary expenditures), cyclically adjusted in the EU countries, 2001–2007 (% of GDP)

Wykres 23a. Dochody i wydatki (wydatki pierwotne) skorygowane o skutki zmiany koniunktury w krajach UE w latach 2001–2017 (w % PKB)

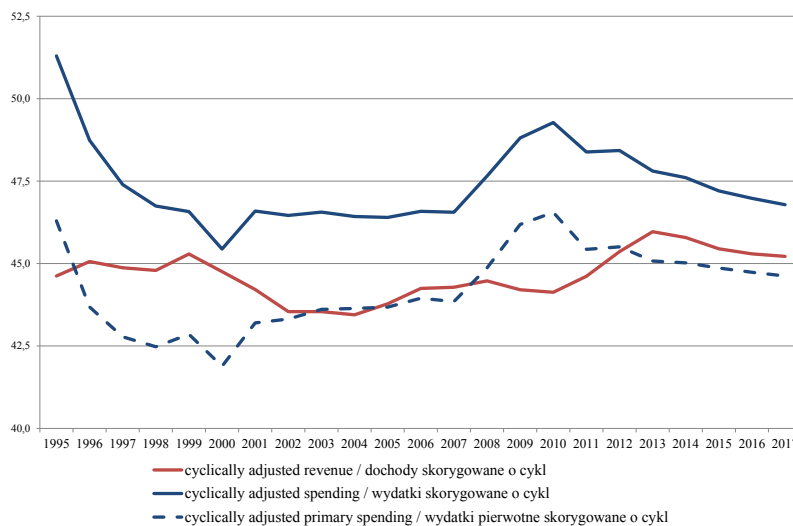


Source: AMECO

Źródło: AMECO

Figure 23b: Revenue and expenditures (primary expenditures), cyclically adjusted in the EU15, 2001–2007 (% of GDP)

Wykres 23b. Dochody i wydatki (wydatki pierwotne) skorygowane o skutki zmiany koniunktury w krajach UE-15 w latach 2001–2017 (w % PKB)

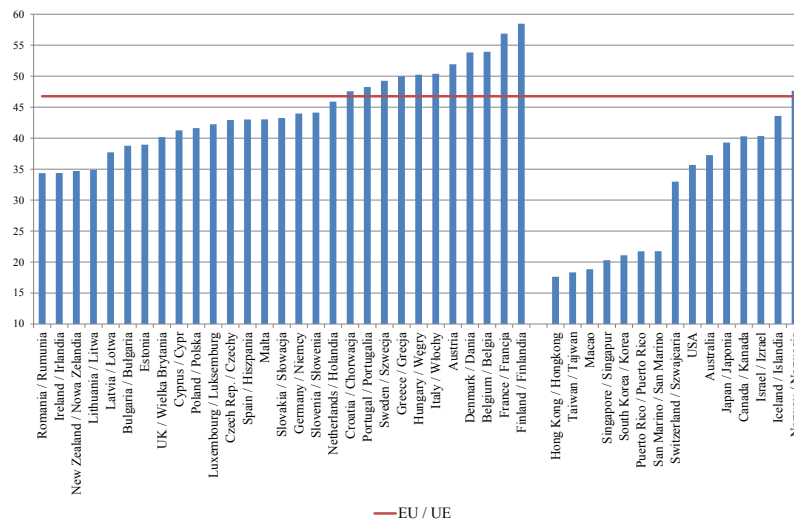


Source: AMECO

Źródło: AMECO

Figure 24: Revenue and expenditures (primary expenditures), cyclically adjusted in the EU countries, 2001–2007 (% of GDP)

Wykres 24. Wydatki publiczne w krajach UE w 2015 roku na tle wydatków publicznych w krajach wysoko rozwiniętych spoza UE (w % PKB)



Source: IMF WEO

Źródło: IMF WEO

ference between government debt yields and the pace of economic growth there did not reach the levels it was close to in the mid-1990s, i.e. before the specifics of the Eurozone’s functioning were established (see Ciżkowicz et al., 2015).

peryferyjne doświadczyły kryzysów fiskalnych, mimo że różnica między skarbowymi papierami wartościowymi a tempem wzrostu gospodarczego nie osiągnęła tam poziomów, z jakimi mierzyły się one do połowy lat dziewięćdziesiątych, tj. zanim ustalono szczegóły funkcjonowania strefy euro (zob. np. Ciżkowicz et al., 2015).

Strongly expansionary monetary policy is acting as a brake on post-crisis restructuring. It makes it radically easier to sustain lending to excessively indebted entities, which in turn reduces the rate at which they exit the economy, and locks a large share of the factors of production into their current applications, rendering more productive use impossible and weakening the pressure on existing entities to increase productivity. It interferes not only with the economic decisions of banks and enterprises, but also with decisions of the authorities. In particular, it weakens pressure to repair public finances and introduce structural reforms, and simultaneously supplies a justification for putting them off – until the moment of a tangible recovery, which nevertheless never appears (for more on the side effects of strongly expansionary monetary policy, see e.g. Ciżkowicz and Rzońca, 2016 and Rzońca, 2014).

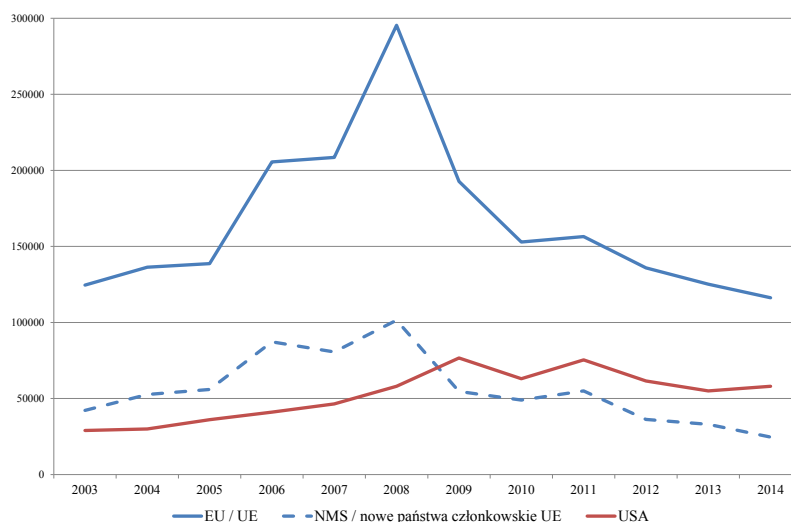
Silnie ekspansywna polityka pieniężna hamuje restrukturyzację po kryzysie. Radycznie ułatwia podtrzymywanie kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów, co z kolei obniża stopę wyjść i zamyka dużą część czynników wytwórczych w dotychczasowych zastosowaniach, uniemożliwiając ich bardziej produktywnie użycie oraz osłabiając presję na istniejące podmioty do podnoszenia produktywności. Zakłóca ona przy tym nie tylko wybory ekonomiczne banków i przedsiębiorstw, ale też decyzje rządzących. W szczególności osłabia presję na naprawę finansów publicznych i wprowadzenie reform strukturalnych, a jednocześnie dostarcza uzasadnienia do ich odkładnia – do momentu wyraźnego ożywienia, które jednak nie nadchodzi (więcej na temat skutków ubocznych można przeczytać np. w: Ciżkowicz i Rzońca, 2016 i Rzońca, 2014).

It is worth noting that the mechanisms dragging on restructuring in the old EU countries could simultaneously contribute to a slowdown in convergence in the new member states, because these mechanisms weaken pressure to reduce costs, and thus the incentive to move production to places where costs are lower. The new member states were significant beneficiaries of this process before the crisis. At the same time, these mechanisms also act as a brake on the diffusion of knowledge of how to produce more efficiently. Enterprises losing distance to the technological frontier do not have to make efforts to avoid falling further behind the leaders, because they are not threatened with elimination from the market (cf. e.g. Andrews et al., 2015). We will leave the testing of this hypothesis for the future. Here we merely note that inflows of foreign direct investment, particularly greenfield projects, to the new member countries declined significantly after the crisis – much more than the size of such investments globally (see Figures 25a and 25b).

Warto zauważyć, że mechanizmy hamujące restrukturyzację w krajach starej UE mogły jednocześnie przyczynić się do spowolnienia konwergencji w nowych krajach członkowskich. Mechanizmy te osłabiają bowiem presję na redukcję kosztów, a tym samym bodźce do przenoszenia produkcji tam, gdzie są one niższe. Nowe kraje członkowskie były ważnym beneficjentem tego procesu przed kryzysem. Zarazem wspomniane mechanizmy hamują dyfuzję wiedzy, jak wytwarzać efektywniej. Przedsiębiorstwa spoza granicy technologicznej nie muszą starać się, aby nie pogłębiło się ich zapóźnienie w stosunku do liderów, gdyż nie grozi ono eliminacją z rynku (por. np. Andrews et al., 2015). Zbadanie tej hipotezy pozostawiamy na przyszłość. Tu jedynie odnotowujemy, że napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w tym w szczególności typu *greenfield*, do nowych krajów członkowskich znacząco się zmniejszył po kryzysie – dużo bardziej niż wielkość tych inwestycji na świecie (zob. wykres 25a i 25b).

Figure 25a: Value of greenfield projects announced in the European Union, including in the new member countries, and in the U.S., 2003–2014 (\$ mln)

Wykres 25a. Wartość ogłoszonych projektów typu *greenfield* w Unii Europejskiej, w tym w nowych krajach członkowskich, oraz w Stanach Zjednoczonych w latach 2003–2014 (w mln USD)

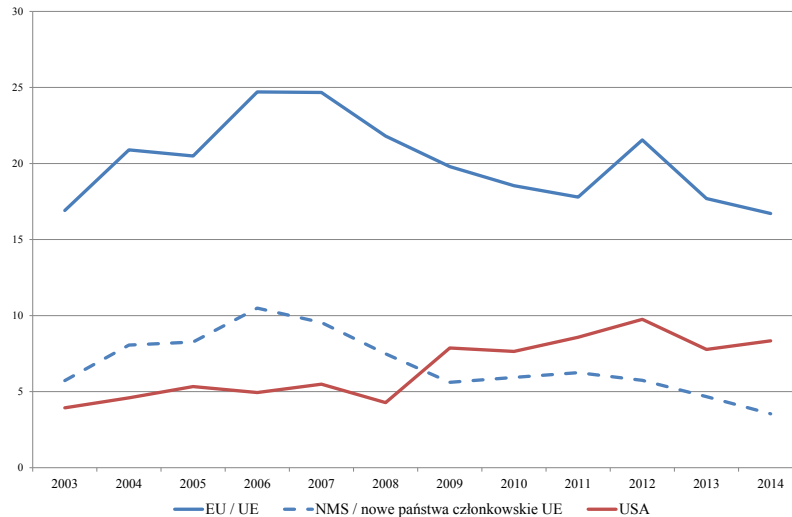


Source: UNCTAD

Źródło: UNCTAD

Figure 25b: Value of greenfield projects announced in the European Union, including in the new member countries, and in the U.S., 2003–2014 (share in global total)

Wykres 25b. Wartość ogłoszonych projektów typu *greenfield* w Unii Europejskiej, w tym w nowych krajach członkowskich, oraz w Stanach Zjednoczonych w latach 2003–2014 (udział w łącznej wartości dla świata)



Source: UNCTAD

Źródło: UNCTAD

An analysis of the effects of macroeconomic policy in the EU on growth after the crisis, not from the side of aggregate demand but from the supply side, constitutes a complex research program, which cannot be carried out in a single paper. Our research is only an initial, very imperfect first step. Further steps should follow.

Analiza skutków polityki makroekonomicznej w UE dla wzrostu po kryzysie nie od strony łącznego popytu, a od strony podażowej stanowi program badawczy, którego nie da się wypełnić pojedynczą pracą. Nasze badanie jest jedynie pierwszym, bardzo niedoskonałym przybliżeniem, które zamierzamy pogłębiać.

In it we have applied two basic measures of the loss in potential output after the crisis: one related to the post-crisis level of potential output and one that concerns changes in its rate of growth.

Zastosowaliśmy w nim dwie podstawowe miary straty w produkcie potencjalnym po kryzysie: jedną odnoszącą się do pokryzysowego poziomu produktu potencjalnego i jedną dotyczącą zmian w tempie jego wzrostu.

The first of the measures is the gap between potential output estimated on the basis of forecasts from before the crisis, and current estimates. To identify the forecasts of potential output we used the IMF's spring forecast from April 2008, including forecasts of GDP through 2013, which after smoothing with the Hodrick-Prescott filter (lambda 6.25) we adopted as pre-crisis forecasts of potential output. We derived current estimates of potential output in 2013 by using the HP filter to smooth the data on 2013 GDP from the April 2016 WEO. The dependent variable is current estimates of potential output

Pierwszą z miar jest luka między produktem potencjalnym szacowanym na podstawie prognoz sprzed kryzysu a jego bieżącymi szacunkami. Do wyznaczenia prognoz produktu potencjalnego wykorzystaliśmy wiosenną prognozę MFW z kwietnia 2008 roku, zawierającą prognozy PKB do 2013 roku, które po wygładzeniu filtrem Hodricka-Prescotta (lambda 6,25) przyjęliśmy za prognozy produktu potencjalnego sprzed kryzysu. Bieżące szacunki PKB potencjalnego w 2013 roku uzyskaliśmy przez wygładzenie filtrem HP danych o PKB w 2013 roku z WEO z kwietnia 2016 roku. Zmienna objaśniana to bieżące szacunki produktu

divided by pre-crisis forecasts of potential output, minus 1. The advantage of this approach is that it takes into consideration in the forecast of potential output the IMF's knowledge from 2008 about structural changes under way at the time in particular countries (e.g. already then the IMF foresaw a slowdown in Ireland and Latvia, judging that the fast pace of GDP growth from previous years was unsustainable. The disadvantage of this approach is the problem of the end of the sample in 2013 with smoothing by the HP filter.²

The second measure is the change in the growth rate of potential output after the crisis. To estimate potential output we used historical data for 1995–2015 and IMF forecasts for 2016–2021, which we smoothed using the HP filter. For the value of potential output thus derived, we calculated the growth rate in 2001–2005 and 2011–2015: the five-year periods before and after the crisis, excluding the boom, the crash and the immediate post-crisis bounce.

The relatively low number of observations (28 states) limits our ability to build more complex models, which is why we put the main emphasis on a selection of explanatory variables that allows not only the demonstration of a cor-

² In response to this difficulty, we repeated the entire calculation for an alternative measure of the loss of potential output after the crisis. It gave generally similar results, which we can provide upon request. This alternative measure was the gap between the trend and current estimates of potential output. We adjusted the linear trend to the logarithmic data on GDP from 1995–2006, smoothed using the HP filter. This allowed us to identify pre-crisis quasi-prognoses of potential output in 2013. For the initial year of the trend line we adopted 1995, because by that time the majority of post-socialist countries had concluded the most acute phase of their transformations, and the old EU states were already preparing to meet the Maastricht criteria. In setting the trend we ignored 2007 in light of the pre-crisis boom, which impaired the measurement of potential output. Additionally, in all estimates we took into account an additional explanatory variable: the deviation of current estimates of potential output in 2008 from the pre-crisis trend, which was to ensure the adjustment of the trend to the data from before the outbreak of the crisis. The disadvantage of this alternative measure of the loss in potential output is the mechanical determination of the trend. It may overstate the pre-crisis quasi-prognoses of potential output for countries such as Ireland and Latvia (which did not have the opportunity to maintain their very fast pace of growth from the period used to determine the trend line) and reduce it for countries such as Romania and Slovakia (which developed slowly in the 1990s and accelerated only in the 2000s).

potencjalnego podzielone przez prognozy produktu potencjalnego sprzed kryzysu minus jeden. Zaletą takiego podejścia jest uwzględnienie w prognozie produktu potencjalnego wiedzy MFW z 2008 roku o zmianach strukturalnych zachodzących wówczas w poszczególnych krajach (np. MFW już wtedy przewidywał spowolnienie w Irlandii czy na Łotwie, oceniając że wysokie tempo wzrostu PKB z lat poprzednich jest nie do utrzymania). Wadą podejścia jest problem końca próby w 2013 roku przy wygładzaniu filtrem HP.²

Drugą miarą jest zmiana tempa wzrostu produktu potencjalnego po kryzysie. Do oszacowania produktu potencjalnego użyliśmy historycznych danych dla lat 1995–2015 oraz prognoz MFW na lata 2016–2021, które wygładziliśmy filtrem HP. Dla tak uzyskanego produktu potencjalnego obliczyliśmy tempo wzrostu w latach 2001–2005 i 2011–2015, co odpowiada 5-letnim okresom: przedkryzysowemu i pokryzysowemu, z pominięciem boomu, załamania oraz odbicia bezpośrednio po kryzysie.

Relatywnie mała liczba obserwacji (28 państw) ogranicza możliwość budowy bardziej złożonych modeli, dlatego główny nacisk położyliśmy na taki dobór zmiennych obja-

² W związku z tym problemem powtórzyliśmy całe badanie dla alternatywnej miary straty w produkcie potencjalnym po kryzysie. Dało ono generalnie zbliżone wyniki, które możemy udostępnić na żądanie. Tą alternatywną miarą była luka między trendem a bieżącymi szacunkami produktu potencjalnego. Trend liniowy dopasowaliśmy do zlogarytmowanych danych nt. PKB z lat 1995–2006, wygładzonych filtrem HP. Posłużył on nam do wyznaczenia quasi-prognozy sprzed kryzysu produktu potencjalnego w 2013 roku. Jako rok początkowy linii trendu przyjęliśmy 1995 rok, ponieważ większość państw postsocjalistycznych zakończyła do tego czasu najbardziej gwałtowny okres transformacji, a stare państwa unijne przygotowywały się już do spełnienia kryteriów z Maastricht. Przy wyznaczaniu trendu pominęliśmy rok 2007 ze względu na przedkryzysowy boom, który zaburzał pomiar PKB potencjalnego. Ponadto, we wszystkich estymacjach uwzględniliśmy dodatkową zmienną objaśniającą: odchylenie bieżących szacunków produktu potencjalnego w 2008 roku od przedkryzysowego trendu, mającą kontrolować dopasowanie trendu do danych jeszcze przed wybuchem kryzysu. Wadą tej alternatywnej miary straty w produkcie potencjalnym jest mechaniczne wyznaczanie trendu. Może on zawyżać quasi-prognozy sprzed kryzysu produktu potencjalnego dla takich krajów jak Irlandia czy Łotwa (które nie miały szansy utrzymać bardzo wysokiego tempa wzrostu z okresu służącego wyznaczaniu linii trendu) i zaniżać je dla takich krajów jak Rumunia czy Słowacja (które w latach dziewięćdziesiątych rozwijały się wolno i przyspieszyły dopiero w latach 2000.).

relation, but also conclusions related to relationships of cause and effect.

The models we analyzed take the form:

- (1) $potential\ output_{2013} = \alpha_1 + \alpha_2 * imbalances_{2007} + \alpha_3 * X$
(2) $Change\ of\ potential\ output\ growth\ rate = \alpha_1 + \alpha_2 * imbalances_{2007} + \alpha_3 * X$

where X is the analyzed measure of the various policies. Tables 1 and 2 in the attachment present the results of the estimates. The results presented were achieved by the classic least square method; changing the method of estimation to quantile regression did not significantly affect the results.

In all specifications we take into account the scale of macroeconomic imbalances in the pre-crisis year 2007. This variable is drawn from Łaszek (2016) and measures the size of the boom and the related pressures in economies before the outbreak of the crisis. The imbalances are the first principal components of the following factors: savings rates in 2007, investment rates in 2007, the structural public finance balance in 2007, the credit growth rate in 2003–2007 and the change in the net investment position in 2004–2007.

Macroeconomic imbalances should have only a limited influence on potential output. But in practice, in light of the unavoidable imprecision of estimates of the unobservable potential output in each specification, they have turned out to be statistically significant. Their significance may reflect, alongside the imprecision of estimates of potential output, the insufficiency of restructuring after the crisis and, as a result, the continuation of the inefficiencies that arose during the emergence of the imbalances. In the model that does not take into account other control variables, the growth of imbalances by one standard deviation led to potential output in 2013 that was lower by 3.2%, and a growth rate in 2011–2015 that was lower by 0.4 percentage points.

Another negative influence on post-crisis potential output was expansionary fiscal policy during the crisis. As a measure of changes in fiscal policy, we adopted the share of the change in the cyclically adjusted primary balance that

śniąjących, który pozwala nie tylko na wykazanie korelacji, ale także na wnioskowanie odnośnie do związków przyczynowo-skutkowych.

Analizowane modele przyjmują postać:

- (1) $produkt\ potencjalny_{2013} = \alpha_1 + \alpha_2 * nierownowagi_{2007} + \alpha_3 * X$
(2) $Zmiana\ tempa\ wzrostu\ prod.\ potencjalnego = \alpha_1 + \alpha_2 * nierownowagi_{2007} + \alpha_3 * X$

gdzie X to analizowane miary kolejnych polityk. Tabele 1. i 2. w załączniku przedstawiają wyniki estymacji. Zaprezentowane wyniki uzyskano klasyczną metodą najmniejszych kwadratów (KMNK); po zmianie metody estymacji na regresję kwantylową wyniki nie uległy znaczącej zmianie.

We wszystkich specyfikacjach uwzględniamy skalę nierównowag makroekonomicznych w przedkryzysowym 2007 roku. Zmienna ta jest zaczerpnięta z Łaszek (2016) i mierzy wielkość boomu i związanych z nim napięć w gospodarkach przed wybuchem kryzysu. Nierównowagi to pierwsza główna składowa następujących czynników: stopy oszczędności w 2007 roku, stopy inwestycji w 2007 roku, salda strukturalnego w finansach publicznych w 2007 roku, tempa wzrostu kredytu w latach 2003–2007 oraz zmiany pozycji inwestycyjnej netto w latach 2004–2007.

Nierównowagi makroekonomiczne powinny mieć tylko ograniczony wpływ na produkt potencjalny. Jednak w praktyce ze względu na nieuniknioną niedokładność szacunków wprost nieobserwowalnego produktu potencjalnego w każdej specyfikacji, okazały się one statystycznie istotne. Ich istotność może odbijać, obok niedokładności szacunków produktu potencjalnego, także niedostatek restrukturyzacji po kryzysie i – w efekcie – utrzymanie się nieefektywności powstałych w trakcie narastania nierównowag. W modelu nieuwzględniającym innych zmiennych kontrolnych wzrost nierównowag o jedno odchylenie standardowe prowadził do produktu potencjalnego w 2013 roku niższego o 3.2% i o 0.4 pkt proc. niższego tempa jego wzrostu w latach 2011–2015.

Negatywny wpływ na produkt potencjalny po kryzysie miała także ekspansywna polityka fiskalna w trakcie kryzysu. Jako miarę zmian polityki fiskalnej przyjęliśmy tę część zmiany salda pierwotnego skorygowanego o cykl, za

was caused by change in public spending (cf. e.g. Borys et al., 2014). Our focus on the spending side is motivated by the higher discretion of government action in this area. The change in income of the public-finance sector during the crisis, even after correcting for cyclical factors, was related to the scale of pre-crisis imbalances, which once more indicates problems with estimating potential output. Meanwhile, there is no visible dependence between the scale of imbalances and the change in public expenditures. However, two other effects are visible. First of all, the Eurozone states were more inclined to increase public spending during the crisis than the remaining EU members. Secondly, a correlation occurred between growth in public spending during crisis and projected growth of pension spending up to 2035 (for details, see Łaszek 2016). This second dependence is particularly interesting. The character of the majority of pension systems allows quite precise determination of future pension spending (a function of the number of retirees and the method of calculating payments). States that do not undertake pension reforms, despite knowing the cautionary forecasts of the future explosion in pension spending, must be considered fiscally irresponsible. The best example here may be Greece, in which the government was not motivated to any action even by forecasts that spoke of growth in pension spending by 2035 by almost 8% of GDP. In our model we use this dependence between fiscal irresponsibility visible in the pension system and the tendency to increase public spending during the crisis, estimating the share of growth in public spending that can be attributed to fiscal irresponsibility:

$$\frac{\text{extraordinary change in public spending}_{2007-2009}}{\alpha * \text{pension forecasts}_{2010-2035}} =$$

The variable thus estimated has a significant negative influence both on the level of 2013 potential output and on the change in its growth rate after the crisis. Without taking into account other variables besides the macroeconomic imbalances before the crisis, growth in extraordinary spending by one standard deviation (i.e. by 1.3% of GDP) reduced potential output in 2013 by 3.2%, and its growth rate in 2011–2015 by 0.7 percentage points.

którą stała zmiana wydatków publicznych (por. np. Borys et al., 2014). Nasza koncentracja na stronie wydatkowej jest związana z większą dyskrejonalnością działań rządu w tym obszarze. Zmiana dochodów sektora finansów publicznych w trakcie kryzysu, nawet po korekcie o czynniki cykliczne, była powiązana ze skalą przedkryzysowych nierównowag, co jeszcze raz wskazuje na problemy z oszacowaniem PKB potencjalnego. Nie ma natomiast widocznej zależności między skalą nierównowag a zmianą wydatków publicznych. Są natomiast widoczne dwa inne efekty. Po pierwsze, państwa strefy euro były bardziej skłonne zwiększać wydatki publiczne w kryzysie niż pozostali członkowie UE. Po drugie, występowała korelacja między wzrostem wydatków publicznych w kryzysie a prognozowanym przed kryzysem wzrostem wydatków emerytalnych do 2035 roku (szczegóły zob. Łaszek 2016). Szczególnie ta druga zależność jest interesująca. Charakter większości systemów emerytalnych pozwala na dość dokładne określenie przyszłych wydatków emerytalnych (są one funkcją liczby emerytów i sposobu wyliczania świadczeń). Państwa, które znając ostrzegawcze prognozy o przyszłej eksplozji wydatków emerytalnych, nie podejmują reformy emerytalnej, należy uznać za fiskalnie nieodpowiedzialne. Najlepszym przykładem może tu być Grecja, w której rząd nie skłoniły do jakichkolwiek działań nawet prognozy mówiące o wzroście wydatków emerytalnych do 2035 roku o prawie 8% PKB. Tę zależność między nieodpowiedzialnością fiskalną widoczną w systemie emerytalnym, a skłonnością do zwiększania wydatków publicznych w kryzysie wykorzystujemy w naszym modelu, szacując tę część wzrostu wydatków publicznych, którą można przypisać fiskalnej nieodpowiedzialności:

$$\frac{\text{nadzwyczajna zmiana wydatków publicznych}_{2007-2009}}{\alpha * \text{prognozy emerytalne}_{2010-2035}} =$$

Tak oszacowana zmienna ma istotny, negatywny wpływ zarówno na poziom produktu potencjalnego w 2013 roku, jak i na zmianę jego tempa wzrostu po kryzysie. Bez uwzględnienia innych zmiennych poza nierównowagami makroekonomicznymi przed kryzysem, wzrost nadzwyczajnych wydatków o jedno odchylenie standardowe (czyli o 1,3% PKB) obniżał produkt potencjalny w 2013 roku o 3,2%, a jego tempo wzrostu w latach 2011–2015 o 0,7 pkt. proc.

Another negative influence on post-crisis potential output was excessive liquidity support for the banks, reflecting regulatory forbearance. In our research we took into account the change in liquidity support from the central bank in 2009–2012, expressed as a percentage of GDP of particular countries. Analysis of such a long period allows us to distinguish actual liquidity support during the course of the crisis, which after the markets have been calmed should be withdrawn, from hidden support for banks that require restructuring or liquidation. Still, this does not resolve the problem of causality, i.e. it does not allow us to state whether the drop in potential output got the banks in trouble, or whether the problems of unstructured banks reduced potential output. To get around this problem, after Łaszek (2016) we used a two-step procedure that is a refinement of the approach used by Claessens et al. (2004) to fiscal policy. In the first step, liquidity support is explained by the economic situation in 2007, and in particular by the net investment position and membership in the Eurozone and the structural deficit in 2007:

$$\begin{aligned} \text{liquidity support}_{2009-2012} \\ = \alpha_1 + \alpha_2 * NIP_{2007} + \alpha_3 * \text{euro} + \alpha_4 * \text{structural deficit}_{2007} \end{aligned}$$

The error from this model is the “extraordinary” liquidity support, meaning that share which cannot be explained solely by the initial position of the economy in 2007. In the second step, this extraordinary liquidity support, along with the scale of imbalances in 2007, is used as the explanatory variable of the change in potential output. This approach confirms the earlier conclusion, that central banks’ maintenance of large-scale liquidity support after the crisis had a negative effect on potential output. Without taking into account variables other than macroeconomic imbalances in 2007, the growth of extraordinary liquidity support by one standard deviation (meaning by 3.1% of GDP) reduced potential output in 2013 by 4.5%, and its growth rate in 2011–2015 by 0.6 percentage points.

The influence of interest-rate policy on potential output is harder to evaluate within the framework of the model we propose. As a measure of the degree of its expansion-

Negatywny wpływ na produkt potencjalny po kryzysie miało również nadmierne wsparcie płynnościowe dla banków, odbijające pobłażliwość nadzoru (ang. *forebearance*) wobec ich złej kondycji finansowej. W badaniu uwzględniliśmy zmianę wsparcia płynnościowego z banku centralnego między 2009 a 2012 rokiem, wyrażoną jako % PKB poszczególnych państw. Analiza tak długiego okresu pozwala na odróżnienie faktycznego wsparcia płynnościowego w trakcie samego kryzysu, które po uspokojeniu sytuacji na rynkach powinno zostać wycofane, od ukrytego wspierania banków wymagających restrukturyzacji bądź likwidacji. Nie rozwiązuje to jednak problemu przyczynowości, tzn. nie pozwala stwierdzić, czy spadek produktu potencjalnego wpędził banki w problemy, czy też problemy niezrestrukturyzowanych banków obniżyły produkt potencjalny. Żeby obejść ten problem, wykorzystaliśmy za: Łaszek (2016) dwustopniową procedurę będącą rozwinięciem podejścia zastosowanego przez: Claessens et al. (2004) do polityki fiskalnej. W pierwszym kroku wsparcie płynnościowe jest wyjaśniane przez sytuację gospodarki w 2007 roku, a w szczególności przez pozycję inwestycyjną netto i członkostwo w strefie euro oraz deficyt strukturalny w 2007 roku:

$$\begin{aligned} \text{wsparcie płynnościowe}_{2009-2012} \\ = \alpha_1 + \alpha_2 * NIP_{2007} + \alpha_3 * \text{euro} + \alpha_4 * \text{deficyt strukturalny}_{2007} \end{aligned}$$

Reszty z tego modelu to „nadzwyczajne” wsparcie płynnościowe, czyli ta jego część, której nie można wyjaśnić samą sytuacją wyjściową gospodarki w 2007 roku. W drugim kroku to nadzwyczajne wsparcie płynnościowe, razem ze skalą nierównowag w 2007 roku, jest użyte jako zmienna objaśniająca zmiany produktu potencjalnego. Takie podejście potwierdza wcześniejszy wniosek, że utrzymywanie po kryzysie dużego wsparcia płynnościowego przez banki centralne miało negatywny wpływ na produkt potencjalny. Bez uwzględnienia innych zmiennych niż nierównowagi makroekonomiczne w 2007 roku, wzrost nadzwyczajnego wsparcia płynnościowego o jedno odchylenie standardowe (czyli o 3,1% PKB) obniżał produkt potencjalny w 2013 roku o 4,5%, a jego tempo wzrostu w latach 2011–2015 o 0,6 pkt. proc.

Wpływ polityki stóp procentowych na produkt potencjalny jest trudniejszy do oceny w ramach proponowanego przez nas modelu. Jako miarę stopnia jej ekspansywności

ary nature, we adopted the difference between pre-crisis minimum interest rates (for credits of up to one year for non-financial enterprises) and the average interest rate from 2010–2013, multiplied by the dummy variable, which is 1 in a situation where the main interest rate of a given central bank has fallen below 2%, and the interest rate on loans was less than the aforementioned minimum. In other words, our goal was to differentiate those countries in which the central bank's interest rates were approaching zero, and this translated into a drop in rates on loans below the pre-crisis minimum. The results of a regression analysis show that in countries in which the rates on loans reacted more strongly to a reduction of the central bank's rates to near zero, the decline in both the level and the pace of potential output was lower. But caution must be exercised in interpreting these results. The lending rate fell especially strongly first of all in the richest countries, which enjoy high credibility in the eyes of investors (including Austria, Belgium, the Netherlands and the UK). Meanwhile, there was no decline in rates in countries including Cyprus, Greece, Hungary, Portugal, Slovenia and Spain. Thus, it is possible that the scale of the remaining imbalances determined both the changes in potential output after the crisis and the scale of the decline in lending rates in the face of extreme central-bank policies. This subject requires further analysis.

Meanwhile, the decline in potential output after the crisis was caused by inelasticities on the market for goods in 2008. As a measure of competition on this market, we adopted the PMR indicator developed by the OECD. The initial inelasticities, slowing adjustment after the outbreak of the crisis, led to a deeper decline in potential output in the post-crisis years. Without taking into account variables other than the macroeconomic imbalances from before the crisis, less flexible markets for goods (by one standard deviation) reduced potential output in 2013 by 3.1%, and its growth rate in 2011–2015 by 0.4 percentage points.

A composite analysis of all the analyzed variables confirms the great majority of the conclusions above. Of course, with such a small number of observations and six explanatory variables, it is difficult to expect statistical significance. Crucially, though, in almost no case did the explanatory variables factor change sign. The only exception was the influence of the inelasticity of the market for

przyjęliśmy różnicę między przedkryzysowym minimum stóp procentowych (kredyty do 1 roku dla przedsiębiorstw niefinansowych) a przeciętnym oprocentowaniem z lat 2010–2013, przemnożoną przez zmienną binarną, która przyjmowała 1 w sytuacji, gdy główna stopa procentowa danego banku centralnego spadała poniżej 2%, a oprocentowanie kredytów było poniżej wspomnianego minimum. Innymi słowami, naszym celem było wyróżnienie tych krajów, w których stopy procentowe banku centralnego zbliżyły się do zera, a to przełożyło się na spadek oprocentowania kredytów poniżej minimum sprzed kryzysu. Wyniki regresji wskazują, że w krajach, w których oprocentowanie kredytów zareagowało mocniej na obniżenie stóp banku centralnego w pobliżu zera, spadek zarówno poziomu, jak i tempa produktu potencjalnego był niższy. Należy jednak zachować ostrożność przy interpretacji tych wyników. Oprocentowanie kredytów szczególnie silnie spadło przede wszystkim w najzamożniejszych państwach cieszących się dużą wiarygodnością w oczach inwestorów (m.in. Wielka Brytania, Belgia, Holandia, Austria). Spadek stóp procentowych nie nastąpił natomiast m.in. w Słowenii, Grecji, Portugalii, na Węgrzech i Cyprze, w Hiszpanii. Możliwe więc, że to skala utrzymujących się nierównowag decydowała zarówno o zmianach produktu potencjalnego po kryzysie, jak i skali spadku oprocentowania kredytów w obliczu ekstremalnych polityk banków centralnych. Temat ten wymaga dalszych analiz.

Do spadku produktu potencjalnego po kryzysie prowadziły natomiast sztywności na rynku produktów w 2008 roku. Jako miarę konkurencji na rynkach produktów przyjęliśmy opracowywany przez OECD wskaźnik PMR z 2008 roku. Początkowe sztywności, hamując dostosowania po wybuchu kryzysu, doprowadziły do głębszego spadku produktu potencjalnego w latach pokryzysowych. Bez uwzględnienia innych zmiennych niż nierównowagi makroekonomiczne sprzed kryzysu, bardziej sztywne rynki produktów (o jedno odchylenie standardowe) obniżyły produkt potencjalny w 2013 roku o 3,1%, a jego tempo wzrostu w latach 2011–2015 o 0,4 pkt. proc

Łączna analiza wszystkich analizowanych zmiennych potwierdza zdecydowaną większość powyższych wniosków. Oczywiście, przy tak małej liczbie obserwacji i sześciu zmiennych objaśniających trudno jest oczekiwać ich statystycznej istotności. Co istotne jednak, w prawie żadnym przypadku zmienne objaśniające nie zmieniają znaków.

goods in 2008, though it must be pointed out that this variable has the highest p-value and should not be taken into account along with the remaining variables.

Nothing particularly indicates that in the foreseeable future it will be possible to remove the sources of weakness in growth in Europe that our research points to. Strongly expansionary monetary policy is allowing EU countries not to continue the fiscal adjustment that was interrupted in 2013, an adjustment which is essential for the rapid reduction of dangerously high public debt and making public finances resilient to the ageing of European societies (see e.g. EC, 2016). Simultaneously, since the suppression of fiscal tensions in 2013, the pace of introduction of structural reforms in Europe, which could have increased potential output, has weakened; let us add that some countries have begun introducing anti-reforms. Thus, weak economic growth will continue to provide central banks with arguments to carry out strongly expansionary monetary policy.

Still, it must be noted that in 2016–2017, in the majority of EU countries the cyclically adjusted primary public spending is set to decline relative to GDP (see Figure 26). In fact, primary spending as a percentage of GDP is to remain higher than it was before the crisis (cf. Figures 23a and 23b), but the adjustment of its growth to the very slow pace of growth in potential output affords the opportunity for an even more clear reduction, in the case of an acceleration of economic growth, which would support the strengthening of this growth.

Nevertheless, in the next few years, more likely than a clear acceleration of growth in the European Union is a further breakdown under the influence of shocks within the EU (e.g. the collapse of the block, which may not end with Brexit), or in its surroundings. The majority of potential shocks that can be identified today (such as a worsening of problems in the Chinese economy; financial crises in some emerging markets, especially those dependent on commodity exports; turbulence on global financial markets; geopolitical tensions; terrorist attacks and separatism) brings with it the risk that other shocks will materialize. The appearance of just one of these shocks would dramatically reduce the chances of avoiding the remainder.

Jedyny wyjątek, to wpływ sztywności rynku produktów w 2008 roku, choć należy zaznaczyć, że zmienna ta ma najwyższe p-value i nie powinna być uwzględniana łącznie z pozostałymi zmiennymi.

Nic specjalnie nie zapowiada, aby w przewidywalnej perspektywie udało się usunąć wyłaniające się z naszego badania źródła słabości wzrostu w Europie. Silnie ekspansywna polityka pieniężna pozwala krajom UE nie kontynuować dostosowania fiskalnego przerwane w 2013 roku, które to dostosowanie jest konieczne dla szybkiego ograniczania niebezpiecznie wysokiego długu publicznego i uodpornienia finansów publicznych na starzenie się europejskich społeczeństw (zob. np. KE, 2016). Jednocześnie, od wyłumienia napięć fiskalnych w 2013 roku osłabło tempo wprowadzenia reform strukturalnych w Europie, które mogłyby podnieść produkt potencjalny; dodajmy, że w niektórych krajach zaczęto wprowadzać antyreformy. Słaby wzrost gospodarczy będzie więc nadal dostarczać bankom centralnym argumentów do prowadzenia silnie ekspansywnej polityki pieniężnej.

Należy jednak odnotować, że w latach 2016–2017 w większości krajów UE ma obniżyć się relacja pierwotnych wydatków publicznych oczyszczonych o skutki zmian koniunktury (zob. wykres 26). Co prawda ich relacja do PKB ma pozostać wyższa niż była przed kryzysem (por. wykres 23a i 23b), ale dostosowanie ich dynamiki do bardzo niskiego tempa wzrostu produktu potencjalnego daje szansę na wyraźniejsze jej obniżenie w przypadku przyspieszenia wzrostu gospodarczego, co sprzyjałoby wzmocnieniu tego wzrostu.

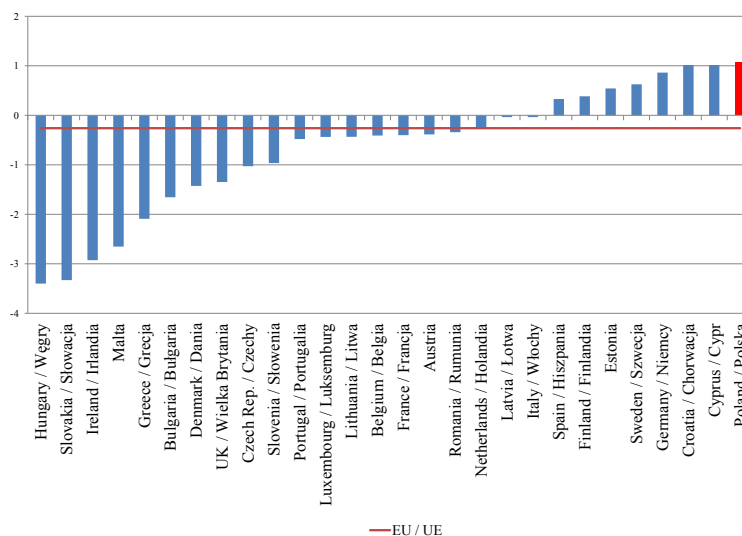
Niemniej, w najbliższych latach bardziej prawdopodobne od wyraźnego przyspieszenia wzrostu w Unii Europejskiej jest jego kolejne załamanie pod wpływem wstrząsów wewnątrz UE (np. jej rozpadu, który nie musi zatrzymać się na Brexicie) lub w jej otoczeniu. Większość potencjalnych wstrząsów, które dzisiaj da się zidentyfikować (takie jak nasilenie problemów w gospodarce chińskiej; kryzysy finansowe w części gospodarek wschodzących, zwłaszcza w krajach bazujących na eksporcie surowców; turbulencje na globalnych rynkach finansowych; napięcia geopolityczne, ataki terrorystyczne i separatyzmy) niesie ze sobą ryzyko materializacji powiązane z innymi wstrząsami. Materializacja chociażby jednego z tych wstrząsów dramatycznie zmniejszyłaby szanse na uniknięcie pozostałych.

Meanwhile, the European Union's resistance to shocks today is probably even lower than it was at the outbreak of the global financial crisis. The decrease in resistance results, on the one hand, from insufficient restructuring after the crisis, particularly in the large economies of the Eurozone. In France there is a great deal of discussion about the reform of the welfare state, but even though eight years have passed since the outbreak of the global crisis, not much has been done. Public spending in relation to the size of the economy continued growing, and today stands at almost 60% of GDP. In Italy many enterprises are still operating that are struggling to compete with China and the new member states in production of rather technologically simple goods, and have no chance in this competition. But they remain on the market because they receive a drip from the banks, which since the crisis have not rebuilt their capital sufficiently to be able to stop pretending that the drip is good business, and write off the unpaid loans as losses. Furthermore, the decline in EU countries' resistance to shocks has also been aggravated by the explosion of public debt to levels earlier achieved only during the biggest wars, as well as the lack of any space for conventional operations in monetary policy in the majority of member countries, in particular in the Eurozone. Meanwhile, in the EU neither the private nor the public sector is prepared to absorb further shocks.

Tymczasem odporność Unii Europejskiej na wstrząsy jest dzisiaj chyba jeszcze mniejsza niż była w momencie wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Jej zmniejszenie wynika, z jednej strony, z niedostatku restrukturyzacji po kryzysie, zwłaszcza w dużych gospodarkach strefy euro. We Francji dużo dyskutuje się o reformie państwa socjalnego, ale mimo, że mija już osiem lat od wybuchu globalnego kryzysu, zrobiono niewiele. Wydatki publiczne w stosunku do rozmiarów gospodarki jeszcze wzrosły i dziś wynoszą prawie 60% PKB. We Włoszech nadal działa wiele przedsiębiorstw, które usiłują konkurować z Chinami i nowymi krajami członkowskimi w produkcji niezbyt zaawansowanych technologicznie dóbr, i nie mają szans w tej konkurencji. Ale utrzymują się na rynku, bo otrzymują kroplówkę z banków, które po kryzysie nie odbudowały swoich kapitałów na tyle, żeby móc przestać udawać, że ta kroplówka jest dobrym interesem, i odpisać niespłacone kredyty w straty. Z drugiej strony, do spadku odporności krajów Unii Europejskiej na wstrząsy przyczynia się eksplozja długu publicznego do poziomów osiągniętych wcześniej jedynie w trakcie największych wojen, oraz brak jakiegokolwiek przestrzeni do konwencjonalnych działań w polityce pieniężnej w większości krajów członkowskich, w tym w szczególności w strefie euro. Tym samym w Unii Europejskiej ani sektor prywatny, ani publiczny nie są przygotowane do zamortyzowania kolejnych wstrząsów.

Figure 26: Forecasts of cumulative change in primary public spending, adjusted for the effects of changes in the economic situation of the EU countries, 2016–2017 (% of GDP)

Wykres 26. Prognozy skumulowanej zmiany pierwotnych wydatków publicznych skorygowanych o skutki zmian koniunktury w krajach UE w latach 2016–2017 (w % PKB)



Source: AMECO

Źródło: AMECO

3. Long-Term Threats to Growth in Europe

Both the weakness of growth and the reaction to it thus far in macroeconomic policy increase the opportunities for certain anti-market forces. Their ascent to power is, alongside the rapid ageing of European societies, the greatest threat to growth in Europe in the long term. Support for extreme parties may be driven by tendencies related to inequality, in addition to divergence in the countries of the old EU and the deceleration of convergence in new member countries described in Part 2.

In a quasi-stagnation economy, the mobility of households among income groups is significantly reduced (see Figures 27a-27d). The rich have to make less effort to remain rich; the poor have lower chances than in the past of lifting themselves out of poverty. There is a parallel between the drop in social mobility and the low intensity of restructuring. The bankruptcy rate in Europe, despite the global financial crisis, has remained at historically low levels since 2010 (see e.g. Deutsche Bank, 2013, and R3, 2013). Simultaneously, the locking in of labor and capital to their current applications hinders the entrance of new entities and the broadening of operations by the most dynamic among them. Companies with access to financing from the stock or corporate-bond markets, and thus the relatively large ones with long histories, are privileged. The rate of entries is at a record low (similarly to the United States: see e.g. Davis and Haltiwanger, 2014, and OECD, 2015).

The limitation of movement of households among income groups works toward the reduction of social acceptance for social inequalities, which may be reflected in an intensification of the public debate on inequality. Nor is this acceptance supported by the slow pace of bank restructuring. It strengthens the relationship between inequalities in assets and incomes, and inequalities in consumption, as it restricts the possibilities for the poor to finance consumption on credit.

3. Zagrożenia dla wzrostu w Europie w dłuższej perspektywie

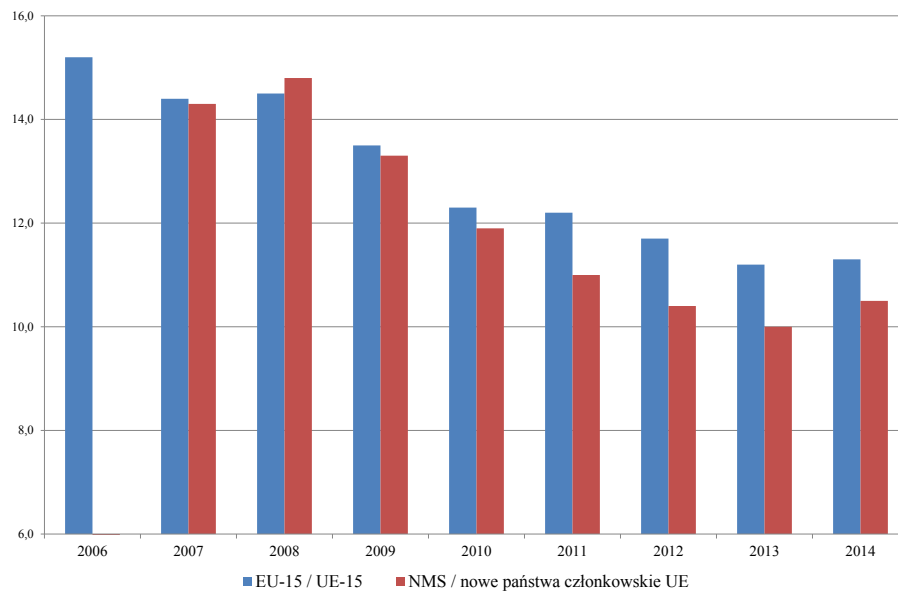
Zarówno słabość wzrostu, jak i dotychczasowa reakcja na nią polityki makroekonomicznej zwiększają szanse wyborcze sił antyrynkowych. Przejęcie przez nie władzy jest, obok szybkiego starzenia się europejskich społeczeństw, największym zagrożeniem dla wzrostu w Europie w dłuższej perspektywie. Poparcie dla partii skrajnych mogą napędzać, obok dywergencji w krajach „starej” Unii i zahamowania konwergencji w nowych krajach członkowskich opisanych w części drugiej, także tendencje dotyczące nierówności.

W quasi-stagnacyjnej gospodarce istotnie zmniejsza się mobilność gospodarstw domowych między grupami dochodowymi (zob. wykresy od 27a do 27d.). Jeśli ktoś jest bogaty, może mniej się wysilać, żeby pozostać bogatym; z kolei, jeżeli ktoś jest biedny, ma mniejsze szanse niż w przeszłości, żeby wyrwać się z biedy. Między spadkiem społecznej mobilności, a niskim natężeniem restrukturyzacji występuje paralela. Odsetek bankructw w Europie, pomimo globalnego kryzysu finansowego, od 2010 roku pozostaje na historycznie niskich poziomach (zob. np. Deutsche Bank, 2013, oraz R3, 2013). Jednocześnie, zamknięcie pracy i kapitału w dotychczasowych zastosowaniach utrudnia wejście nowym podmiotom i rozszerzanie działalności najbardziej dynamicznym z nich. Uprzywilejowane są firmy mające dostęp do finansowania z rynku akcji lub obligacji korporacyjnych, a więc stosunkowo duże i długo działające. Stopa wejść jest rekordowo niska (podobnie jak w Stanach Zjednoczonych – zob. np. Davis i Haltiwanger, 2014 oraz OECD, 2015).

Ograniczenie przepływów gospodarstw domowych między grupami dochodowymi działa w kierunku zmniejszenia społecznej akceptacji dla nierówności społecznych, czego odzwierciedleniem może być nasilenie się debaty publicznej nad nierównościami. Akceptacji tej nie sprzyja również powolne tempo restrukturyzacji banków. Wzmacnia ono związek między nierównościami majątkowymi i dochodowymi a nierównościami w konsumpcji, gdyż ogranicza możliwości finansowania konsumpcji biednych kredytem.

Figure 26a: Percentage of the total population that in the course of a year move up two deciles in the distribution of income (%)

Wykres 26a. Odsetek populacji ogółem, który w ciągu roku przesunął się o dwa decyle w górę w rozkładzie dochodu (w %)

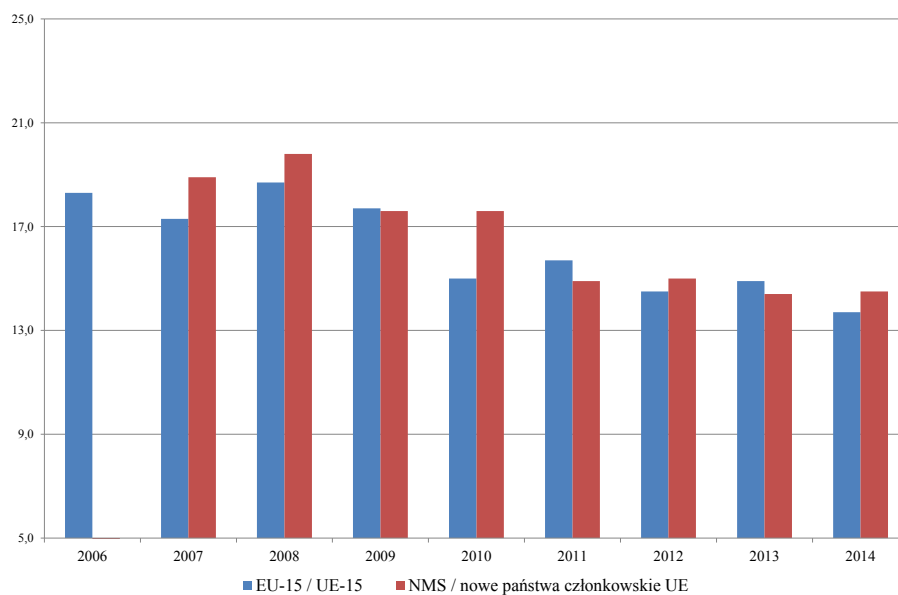


Source: Eurostat

Źródło: Eurostat

Figure 26b: Percentage of households from the 5th income-distribution decile which in the course of a year have moved up two deciles (%)

Wykres 26b. Odsetek gospodarstw domowych z 5. decyla w rozkładzie dochodu, który w ciągu roku przesunął się o dwa decyle w górę (w %)

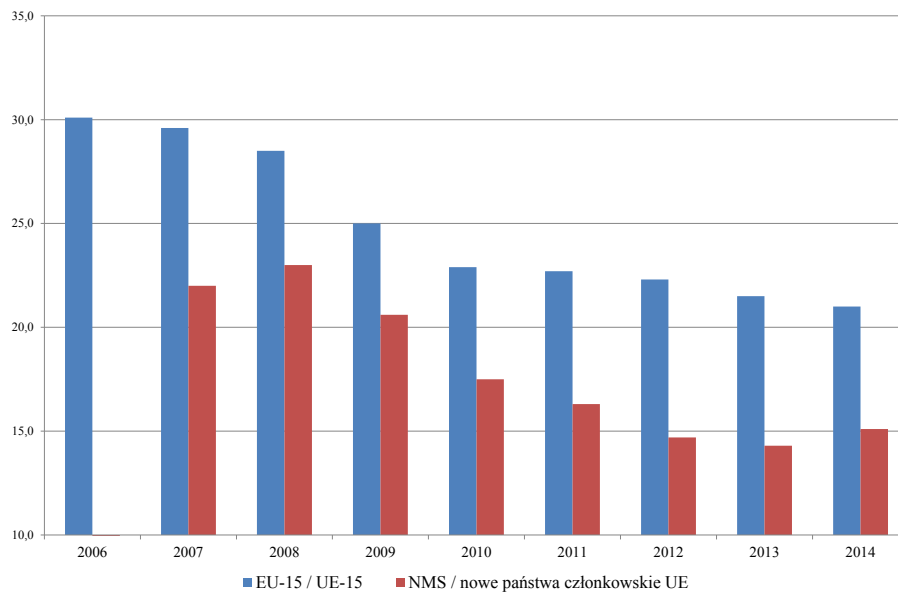


Source: Eurostat

Źródło: Eurostat

Figure 26c: Percentage of households from the 1st income-distribution decile which during the course of a year moved up by two deciles (%)

Wykres 26c. Odsetek gospodarstw domowych z 1. decyla w rozkładzie dochodu, który w ciągu roku przesunął się o dwa decyle w górę (w %)

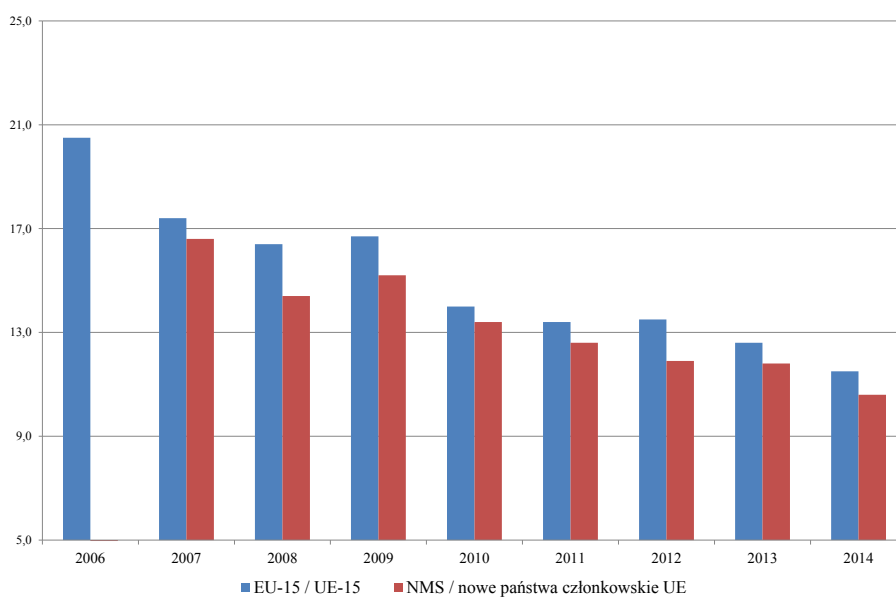


Source: Eurostat

Źródło: Eurostat

Figure 26d: Percentage of households from the 10th income-distribution decile which during the course of a year moved down by two deciles (%)

Wykres 26d. Odsetek gospodarstw domowych z 10. decyla w rozkładzie dochodu, który w ciągu roku przesunął się o dwa decyle w dół (w %)



Source: Eurostat

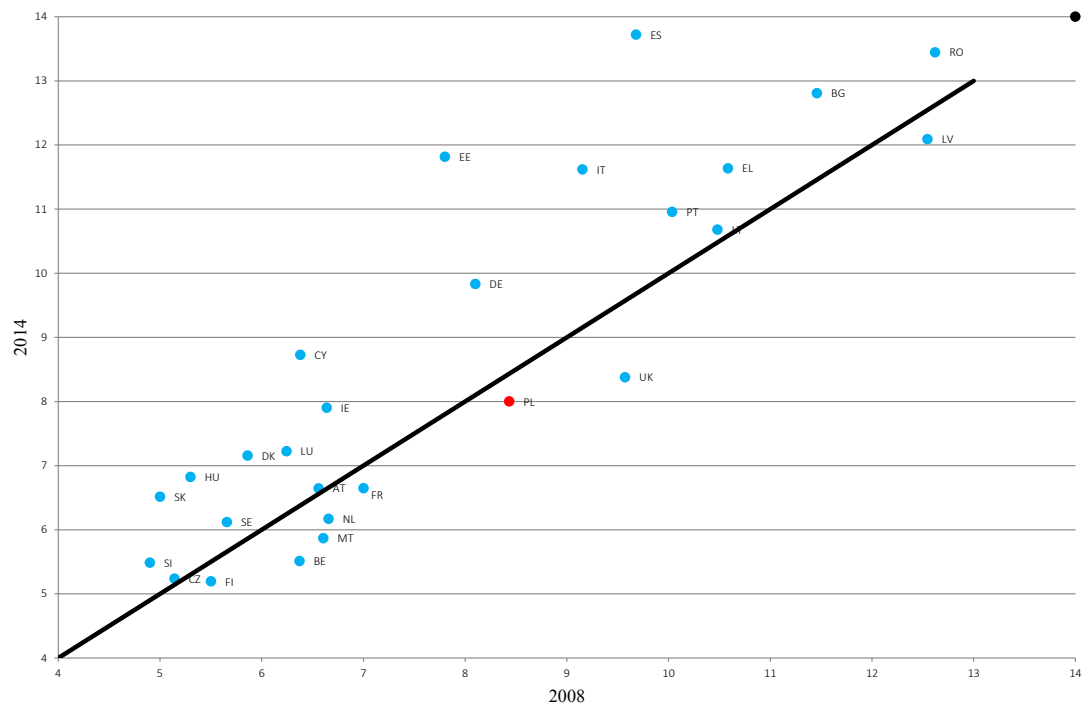
Źródło: Eurostat

The decline in social acceptance of inequalities is accompanied by their growth (see Figure 27). This tendency, present for decades, resulting from the benefits of technical progress accruing primarily to skilled laborers (see e.g. Acemoglu, 1998), was strengthened after the crisis, at least in the area of asset inequality, by unconventional monetary policy operations (see e.g. Claeys and Leandro, 2016; Montecino and Epstein, 2015). This is in particular a result of quantitative easing. Its effectiveness is evaluated through the prism of growth in asset prices – bonds and shares, held mainly by the wealthy. The growth of asset prices and, as a result, of inequality, is also contributed to by extremely low interest rates, though they are intended to bring relief to debtors (and thus to the poor), at the cost of the savers (mainly the wealthy). This growth in inequality may additionally reduce social acceptance, as it does not reflect the contribution of particular social groups to the creation of total income in the economy, and is a side effect of central-bank intervention.

Spadkowi społecznej akceptacji dla nierówności towarzyszy ich wzrost (zob. wykres 27.). Utrzymująca się od kilkudziesięciu lat tendencja, wynikająca z zasilania przez postęp techniczny przede wszystkim wykwalifikowanej pracy (zob. np. Acemoglu, 1998), została po kryzysie wzmocniona, przynajmniej w zakresie nierówności majątkowych, przez niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej (zob. np. Claeys i Leandro, 2016 oraz Montecino i Epstein, 2015). Taki skutek niesie zwłaszcza jej ilościowe luzowanie. Jego skuteczność jest oceniana przez pryzmat wzrostu cen aktywów – obligacji lub akcji, posiadanych głównie przez osoby zamożne. Do wzrostu cen aktywów i – w rezultacie – nierówności przyczyniają się również ekstremalnie niskie stopy procentowe, choć z założenia mają ulżyć dłużnikom (a więc raczej biednym) kosztem oszczędzających (czyli głównie bogatych). Taki wzrost nierówności może dodatkowo zmniejszać społeczną akceptację dla nich, gdyż nie odbija wkładu poszczególnych grup społeczeństwa do tworzenia łącznego dochodu w gospodarce, a jest ubocznym skutkiem interwencji banku centralnego.

Figure 27: Ratio of equalized disposable income in the 10th and 1st deciles of households in EU countries, 2008 and 2014

Wykres 27. Relacja wyrównanego dochodu rozporządzalnego w 10. i 1. decylnu gospodarstw domowych w krajach Unii Europejskiej w 2008 i 2014 roku



Source: Eurostat

Źródło: Eurostat

The weakening of social acceptance of inequalities fuels the growth of support among the poor for statist parties that fly the banner of increased redistribution. In turn, the reduction of the chances of escaping poverty, or moderating it by credit, that stands behind this weakening supports the growth of support among the poor for xenophobic parties. In Europe, support is growing for extremist parties of the left and right (see e.g. March, 2015).

Support for such parties may grow further if the spontaneous removal of imbalances caused by unconventional macroeconomic policy operations leads to another crisis. Paradoxically, it simultaneously eliminates the asset inequalities caused by monetary policy. The symptoms of such imbalances are, alongside the gigantic public debt, speculative bubbles on the markets for the majority of asset classes, as well as significant engagement in the financing of entities from emerging markets (e.g. in large UK banks, as much as one quarter of lending goes to Chinese entities; the large Spanish lenders have similarly high exposure to Latin America; large French banks, in turn, are strongly engaged in financing risky oil and gas production projects). An analysis of election results from 1870 to the present in 20 developed countries indicates that after crises, societies usually radicalize, while support increases in particular for extreme rightist parties (Funke et al., 2015). As a result, the chances for macroeconomic policy and reforms that support economic growth decrease, rather than increasing.

Oslabienie społecznej akceptacji dla nierówności sprzyja wzrostowi poparcia biednych dla partii etatystycznych, mających na sztandarach zwiększenie redystrybucji. Z kolei stojące za tym osłabieniem zmniejszenie szans na wyrwanie się z biedy lub jej złagodzenie kredytem sprzyja wzrostowi poparcia biednych dla partii ksenofobicznych. W Europie obserwuje się wzrost poparcia dla skrajnie lewicowych i prawicowych partii (zob. np. March, 2015).

Poparcie dla takich partii może dodatkowo wzrosnąć, jeżeli spontaniczne usuwanie nierównowag, wywołanych niekonwencjonalnymi działaniami w polityce makroekonomicznej, doprowadzi do kolejnego kryzysu. Paradoksem jest, że wyeliminuje ono jednocześnie nierówności majątkowe spowodowane polityką pieniężną. Przejawami takich nierównowag są, obok olbrzymiego długu publicznego, bańki spekulacyjne na rynkach większości rodzajów aktywów, jak również poważne zaangażowanie w finansowanie podmiotów z gospodarek wschodzących (np. w dużych brytyjskich bankach nawet jedna czwarta kredytów przypada na podmioty z Chin; duże hiszpańskie banki mają równie wysoką ekspozycję na Amerykę Łacińską; z kolei, duże banki francuskie silnie zaangażowały się w finansowanie ryzykownych projektów eksploatacji ropy i gazu). Analiza wyników wyborów od 1870 roku do czasów obecnych w 20 państwach rozwiniętych wskazuje, że po kryzysach społeczeństwa zwykle się radykalizują, przy czym na poparciu zyskują szczególnie partie skrajnie prawicowe (Funke et al., 2015). W rezultacie, szanse na politykę makroekonomiczną i reformy sprzyjające wzrostowi gospodarczemu spadają, a nie rosną.

4. Conclusion

Growth in the European Union since the outbreak of the global financial crisis is slower than before the crisis, and also slower than the trend and forecasts would indicate. It is also slower than in the U.S. The growth of course varies among the member countries, but this differentiation is smaller than in the past. The process of convergence slowed in the new member countries, and the countries of the old EU, including the large economies of the Eurozone, have been hit by divergence.

The frequent linkage of the weakness of growth in the EU with insufficiently expansionary macroeconomic policy has serious defects. Fiscal policy since 2008 has been more frequently loosened than tightened. The fiscal adjustment of 2011–2013, though significant, was not large, neither against the backdrop of the past nor in comparison to the fiscal stimulus of 2008–2010, nor in relationship to the announcements, nor when juxtaposed with the fiscal imbalance or the chances for a clear improvement in the state of public finances as a result of the operation of automatic stabilizers. Low inflation in the Eurozone, which is supposed to be evidence that the European Central Bank's monetary policy is insufficiently expansionary, until 2014 was not lower than in the United States. Meanwhile, its drop after 2013 is accounted for mainly by factors supporting growth in the Eurozone: a drop in energy prices and an improvement in the cost competitiveness of the peripheral countries of the Eurozone, without eroding Germany's cost competitiveness with respect to the economies outside the Eurozone. In turn, almost nowhere in the EU was "deleveraging" – another supposed proof of insufficiently expansionary monetary policy – exceptionally deep when compared with previous financial crises. Simultaneously, in those member countries in which it was the deepest, cumulative GDP growth per capita exceeded the average for the entire EU.

4. Podsumowanie

Wzrost w Unii Europejskiej od wybuchu globalnego kryzysu finansowego jest wolniejszy niż przed kryzysem, a także niż wynikałoby z trendu i niż przewidywano. Jest on również wolniejszy niż w Stanach Zjednoczonych, od których UE dzieli rosnący dystans pod względem dochodu na mieszkańca. Wzrost różni się oczywiście między krajami członkowskimi, ale owo zróżnicowanie jest mniejsze niż przeciętnie w przeszłości. Proces konwergencji spowolnił w nowych krajach członkowskich, a kraje starej Unii, w tym duże gospodarki strefy euro dotknęła dywergencja.

Częste wiązanie słabości wzrostu w UE z niedostatecznie ekspansywną polityką makroekonomiczną ma poważne ułomności. Polityka fiskalna od 2008 roku była częściej luzowana niż zacieśniana. Dostosowanie fiskalne z lat 2011–2013, choć znaczące, nie było duże ani na tle przeszłości, ani w porównaniu do stymulacji fiskalnej z lat 2008–2010, ani w stosunku do zapowiedzi, ani w zestawieniu z nierównowagą fiskalną czy też szansami na wyraźną poprawę stanu finansów publicznych w wyniku działania automatycznych stabilizatorów. Niska inflacja w strefie euro, mająca być dowodem na niedostatecznie ekspansywną politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego, do 2014 roku nie była niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Zarazem za jej spadek po 2013 roku odpowiadają głównie czynniki sprzyjające wzrostowi w strefie euro: spadek cen energii oraz poprawa kosztowej konkurencyjności krajów peryferyjnych strefy euro bez erozji cenowej konkurencyjności Niemiec wobec gospodarek spoza strefy euro. Z kolei, „delewarowanie” – inny rzekomy dowód na niedostatecznie ekspansywną politykę pieniężną – niemal nigdzie w Unii nie było wyjątkowo głębokie na tle poprzednich kryzysów finansowych. Jednocześnie w tych krajach członkowskich, w których było najgłębsze, skumulowany wzrost PKB na mieszkańca przewyższył średnią dla całej UE.

Growth in Europe is weaker more for reasons of supply than of demand. After the outbreak of the global financial crisis, not only the level but also the growth rate of potential output in EU countries fell. The loss of potential output was exacerbated by:

- imbalances from before the crisis, which could lead to insufficient restructuring after the crisis;
- fiscal stimulus from 2007–2009 – increasing public expenditure despite the lack of fiscal space – which slowed restructuring in the acute phase of the crisis, and simultaneously accelerated the growth of public debt, thus increasing future tax burdens and their uncertainty;
- excessive liquidity support for the banks, which allowed them to delay restructuring, as well as reducing its intensity among borrowers, and also, in conditions of insufficient capital in the banks, led to mass purchases by the banks of government securities, which allowed governments to put off public finance reforms;
- great inelasticity of the market for goods at the moment the crisis broke out.

In the foreseeable future, it is not likely that the barriers to growth in Europe highlighted by our research will disappear, particularly the weakness of public finances and the excessive liquidity support. Meanwhile, the problems with growth may deepen and become entrenched, particularly if support for anti-market parties continues to grow. They are boosted by divergence in the old EU countries, and the slowing of convergence in the new member states, as well as by tendencies related to inequality, particularly the reduction of households' movement between income groups.

Wzrost w Europie jest słaby bardziej z powodów poda- żowych niż popytowych. Po wybuchu globalnego kryzy- su finansowego obniżył się nie tylko poziom, ale i tempo wzrostu produktu potencjalnego w krajach UE. Stratę w produkcji potencjalnym zwiększały:

- nierównowagi sprzed kryzysu, co może odbijać niedo- statek restrukturyzacji po kryzysie;
- stymulacja fiskalna z lat 2007–2009 – zwiększająca wydatki publiczne pomimo braku przestrzeni fiskal- nej – która zahamowała restrukturyzację w ostrej fa- zie kryzysu, a jednocześnie przyspieszyła narastanie długu publicznego, zwiększając tym samym przyszłe ciężary podatkowe i ich niepewność;
- nadzwyczajne wsparcie płynnościowe dla banków, które umożliwiło im opóźnianie restrukturyzacji, osłabiając jej natężenie także u kredytobiorców, jak również, w warunkach niedoboru kapitału w bankach, prowadziło do masowych zakupów przez nie skarbo- wych papierów wartościowych, co pozwalało rządowi zwlekać z naprawą finansów publicznych;
- duża sztywność rynku dóbr w momencie wybuchu kryzysu.

Nie widać, aby w przewidywalnej perspektywie zniknę- ły wyłaniające się z naszego badania bariery dla wzrostu w Europie, w tym w szczególności słabość finansów pu- blicznych oraz nadmierne wsparcie płynnościowe. Proble- my ze wzrostem mogą natomiast się pogłębić i utrwalić, w szczególności jeżeli nadal będzie rosło poparcie spo- łeczne dla partii antyrynkowych. Sprzyja im dywergen- cja w krajach „starej” Unii i spowolnienie konwergencji w nowych krajach członkowskich, jak również tendencje dotyczące nierówności, w tym zwłaszcza zmniejszenie przepływów gospodarstw domowych między grupami dochodowymi.

Table 1: Gap between current estimates of potential output in 2013 and pre-crisis forecasts

Constant / stała	-12.4 ***	-10.9 ***	-9.4 ***	-11.9 ***	-12.8 ***	-14.9 ***	3.8	-14.8
imbalances, 2007 / nierównowagi 2007	1.9 **	2 **	2.1 **	0.8	1.3 **	1.2	2.04 *	1.7
change in public spending, 2007–2009 / zmiana wydatków publicznych 2007–2009		-0.9						
extraordinary change in public spending / nadzwyczajna zmiana wydatków publicznych			-2.5 **					-2.4
liquidity support, 2009–2012 / wsparcie płynnościowe 2009–2012				-0.7 ***				
extraordinary liquidity support, 2009–2012 / nadzwyczajne wsparcie płynnościowe 2009–2012					-1.5 ***			-0.4
change in interest rates, 2010–2013, versus minimum / zmiana stóp procentowych 2010–2013 względem minimum						-5.3 **		-6
PMR 2008							-11 ***	1
R ²	0.18	0.24	0.36	0.42	0.58	0.34	0.39	0.68

Tabela 1. Luka między bieżącymi szacunkami produktu potencjalnego w 2013 roku a przedkryzysowymi prognozami

Table 2: Change in growth rate of potential output (2011–2015 average minus 2001–2005 average)

Constant / stała	-2.1 ***	-1.9 ***	-1.4 ***	-1.9 ***	-2.1 ***	-2.4 ***	-0.2	-2.2
imbalances, 2007 / nierównowagi 2007	0.9 ***	1 ***	1 ***	0.7 ***	0.8 ***	0.9 ***	0.9 ***	0.9
change in public spending, 2007–2009 / zmiana wydatków publicznych 2007–2009		-0.11						
extraordinary change in public spending / nadzwyczajna zmiana wydatków publicznych			-0.53 **					-0.3
liquidity support, 2009–2012 / wsparcie płynnościowe 2009–2012				-0.1 **				
extraordinary liquidity support, 2009–2012 / nadzwyczajne wsparcie płynnościowe 2009–2012					-0.2 ***			-0.1
change in interest rates, 2010–2013, versus minimum / zmiana stóp procentowych 2010–2013 względem minimum						-0.6 **		-0.4
PMR 2008							-1.3 ***	-0.1
R ²	0.51	0.53	0.63	0.65	0.65	0.54	0.59	0.71

Tabela 2. Zmiana tempa wzrostu produktu potencjalnego (średnia 2011–2015 minus średnia 2001–2005)

imbalances, 2007- macroeconomic imbalances in 2007 (lower values indicate greater tensions), on the basis of Łaszek (2016); cyclically adjusted **change in public spending** other than debt servicing 2007–2009 as a % of GDP, based on AMECO; **extraordinary change in public spending** – change in public expenditures attributed by us to fiscal irresponsibility, see text; **liquidity support, 2009–2012** – change in liquidity support from central banks between 2009 and 2012 as a % of GDP, based on ECB and AMECO; **extraordinary liquidity support, 2009–2012** – share of liquidity support unrelated to the initial situation of a given country, see text; **change in interest rates** – difference between average interest rates for non-financial enterprises in 2010–2013 and their pre-crisis minimum; variable includes only countries in which the central bank's main rate fell below 2%, and the post-crisis lending rate was below the pre-crisis minimum, on the basis of ECB and national central bank data; **PMR 2008** – OECD's Product Market Regulation indicator.

nierównowagi 2007- nierównowagi makroekonomiczne w 2007 roku (ujemne wartości odpowiadają większym napięciom) na podstawie Łaszek (2016); skorygowana o cykl **zmiana wydatków publicznych** innych niż obsługa długu 2007–2009 jako % PKB na podstawie AMECO; **nadzwyczajna zmiana wydatków publicznych** – zmiana wydatków publicznych przypisana przez nas nieodpowiedzialności fiskalnej, patrz tekst; **wsparcie płynnościowe 2009–2012** – zmiana wsparcia płynnościowego z banków centralnych między 2009 a 2012 rokiem jako %PKB, na podstawie ECB i AMECO; **nadzwyczajne wsparcie płynnościowe 2009–2012** – część wsparcia płynnościowego nie związana z sytuacją początkową danego kraju, patrz tekst; **zmiana stóp procentowych** – różnica między przeciętnymi stopami procentowymi dla przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2010–2013 a ich przedkryzysowym minimum; zmienna uwzględnia tylko kraje w których główna stopa banku centralnego spadła poniżej 2%, a oprocentowanie kredytów po kryzysie było poniżej przedkryzysowego minimum, na podstawie danych ECB i narodowych banków centralnych; **PMR 2008** – Product Market Regulation, wskaźnik OECD

Bibliography / Bibliografia

- Abiad A., Balakrishnan R., Brooks P., Leigh D., Tytell I. (2009). What's the damage? Medium-term output dynamics after banking crises. *IMF Working Paper*, 09/245.
- Acemoglu D. (1998). Why do new technologies complement skills? Directed technical change and inequality. *Quarterly Journal of Economics*, 113(4), pp. 1055-1090.
- Andrews D., Criscuolo Ch., Gal P. N. (2015). Frontier Firms, Technology Diffusion and Public Policy: Micro Evidence from OECD Countries. *The Future of Productivity: Main Background Paper*. Paris: OECD.
- Balcerowicz L., Rzońca A., Kalina L., Łaszek A. (2013). *Economic Growth in the European Union*. Brussels: Lisbon Council.
- Bech M. L., Gambacorta L., Kharroubi E. (2012). Monetary policy in a downturn: Are financial crises special?. *BIS Working Paper*, 388.
- BIS (2014). *BIS 84th Annual Report*. Basel: Bank for International Settlements.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. (2013). Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. *IMF Staff Discussion Note*, 13/03.
- Blanchard O., Erceg Ch. J., Lindé J. (2015). Jump Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery?. *NBER Working Papers*, 21426.
- Bohn, Henning (1998). The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), pp. 949-963.
- Borys P., Ciżkowicz P., Rzońca A. (2014). Panel Data Evidence on the Effects of Fiscal Policy Shocks in the EU New Member States. *Fiscal Studies*, 35(2), pp. 189-224.
- Boyd J., Kwak S., Smith B. (2005). The real output losses associated with modern banking crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 37(6), pp. 977-999.
- Cecchetti S. G., Kohler M., Upper C. (2009). Financial Crises and Economic Activity. Paper presented at the *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium* at Jackson Hole, Wyoming, August 20-22.
- Cerra V., Panizza U., Saxena S. C. (2013). International Evidence On Recovery From Recessions. *Contemporary Economic Policy*, 31(2), pp. 424-439.
- Chen S., Kim M., Otte M., Wiseman K., Zdzienicka A. (2015). Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts. *IMF Working Paper*, 15/35.
- Ciżkowicz P., Rzońca A. (2016). Are major central banks blinded by the analytical elegance of their models? Possible costs of unconventional monetary policy measures. *Singapore Economic Review*. Available at: <http://dx.doi.org/10.1142/S0217590817400045>.

Ciżkowicz P., Rzońca A., Trzeciakowski R. (2015). Windfall of low interest payments and fiscal sustainability in the Euro area. Analysis through panel fiscal reaction functions. *Kyklos*, 68(4), pp. 475-510.

Claessens C., Klingebiel D., Laeven L. (2004). Resolving systemic financial crisis: policies and institutions. *World Bank Policy Research Working Paper*, 3377.

Claeys G., Leandro A. (2016). The European Central Bank's quantitative easing programme: limits and risks. *Bruegel Policy Contribution*, 2016/04.

Cwik T., Wieland V. (2011). Keynesian government spending multipliers and spillovers in the euro area. *Economic Policy*, 26(67), pp. 493-549.

Davis S. J., Haltiwanger J. (2014). Labor Market Fluidity and Economic Performance. *NBER Working Paper*, 20479.

Dell'Ariccia G., Detragiache E., Rajan R. (2008). The real effect of banking crises. *Journal of Financial Intermediation*, 17(1), pp. 89-112.

Deutsche Bank (2013). *Default Study 2013. Analysing a Decade of Record Low HY Defaults*. London: Deutsche Bank Markets Research. Deutsche Bank AG.

Funke M., Schularick M., Trebesch C. (2015). Going to extremes: Politics after financial crises, 1870-2014. *CEPR Discussion Paper*, 10884.

Jordà O., Schularick M., Taylor A. M. (2013). When Credit Bites Back. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(s2), pp. 3-28.

Kannan P. (2012). Credit conditions and recoveries from financial crises. *Journal of International Money and Finance*, 31(5), pp. 930-947.

European Commission (2016). Fiscal Sustainability Report 2015. *European Economy. Institutional Paper*, 18. Available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf.

Laeven L., Valencia F. (2014). Systemic Banking Crisis. In: S. Claessens et al., eds. *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Łaszek A. (2016). *Wpływ kryzysów bankowych na długookresowe tempo wzrostu gospodarczego*. (mimeo)

March L. (2015). *Beyond Syriza and Podemos, other radical left parties are threatening to break into the mainstream of European politics*. [Blog] EUROPP - European Politics and Policy blog, The London School of Economics and Political Science. Available at: <http://blogs.lse.ac.uk/europpblog/2015/03/24/beyond-syriza-and-podemos-other-radical-left-parties-are-threatening-to-break-into-the-mainstream-of-european-politics/>.

Montecino J. A., Epstein G. (2015). Did Quantitative Easing Increase Income Inequality?. *PERI Working Paper*, 407.

OECD (2015). *Entrepreneurship at a Glance 2015*. Paris: OECD.

R3 Association of Business Recovery Professionals (2013). *Are zombies really attacking the UK economy?*, January 2013. Available at: https://www.r3.org.uk/media/documents/policy/research_reports/special_reports/R3_Zombie_Paper_JAN_2013.pdf.

Rose A. K., Spiegel M. M. (2011). Cross-country causes and consequences of the crisis: An update. *European Economic Review*, 55(3), pp. 309-324.

Rzońca A. (2014). *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.

Spilimbergo A., Symansky S., Blanchard O., Cottarelli C. (2008). Fiscal Policy for the Crisis. *IMF Staff Position Note*, 08/01.

Summers L. H. (2014). U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*, 49(2), pp. 65-73.

Summers L. H. (2015). Demand Side Secular Stagnation. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 105(5), pp. 60-65.

Takáts E., Upper Ch. (2013). Credit and growth after financial crises. *BIS Working Paper*, 416.

Economic Growth in Western Europe: The Investment Perspective

Wzrost gospodarczy w Europie Zachodniej – perspektywa inwestycji

Introduction

If we wanted to single out just one factor that determines an economy's growth prospects, that factor would certainly be investment. Decisions to invest are an expression of the process of modernization, a process that leads to better use of resources, and thus an improvement in productivity, one of the key components of economic growth. Still, at the same time it must be borne in mind that in investment processes it's not always true that "more is better": Investments must be healthy (they shouldn't take on the form of a speculative bubble), and must be appropriate to the individual needs of a given economy.

Wstęp

Gdyby chciał skoncentrować się na jednym tylko czynniku, który determinuje perspektywy wzrostu danej gospodarki, to z pewnością czynnikiem tym są inwestycje. Są one bowiem wyrazem procesu modernizacji, który to proces prowadzi do lepszego wykorzystania zasobów, a tym samym poprawy produktywności, jednego z kluczowych komponentów wzrostu gospodarczego. Równocześnie jednak trzeba pamiętać, że w procesach inwestycyjnych nie zawsze „więcej znaczy lepiej” – inwestycje muszą mieć zdrowy charakter (nie powinny przybierać formy spekulacyjnej bańki) oraz być dostosowane w swym charakterze do indywidualnych potrzeb danej gospodarki.

1. Investment processes in Western Europe in 2007–2014: a macroeconomic perspective

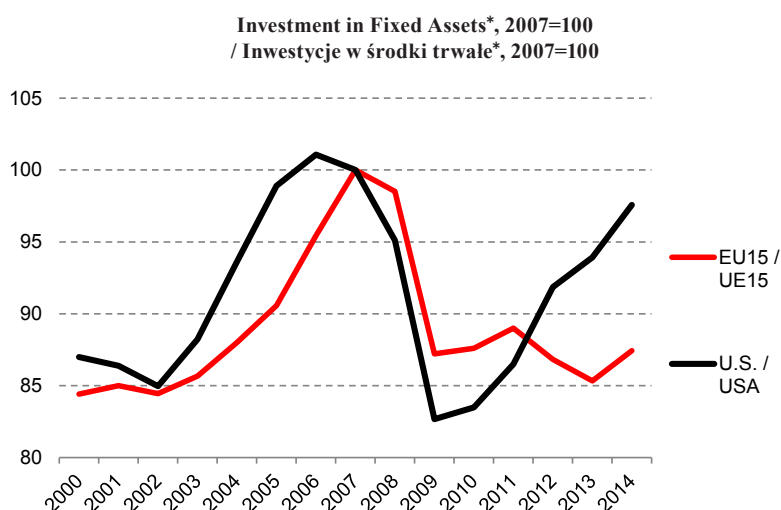
A look at investment processes in Western Europe (the EU15) since the collapse of Lehman Brothers clearly indicates the sweeping change that has occurred since the outbreak of the financial crisis: After the crash in 2009, in succeeding years the scale of investment remained consistently at a level significantly lower than in the last years of the pre-crisis boom. This is the reverse of what we see in the U.S., where investments have already basically returned to the pre-crisis level (Figure 1).

Figure 1: In contrast to the U.S., investments in Europe remain significantly below their pre-crisis level

1. Procesy inwestycyjne w Europie Zachodniej w latach 2007–2014 – perspektywa makroekonomiczna

Spojrzenie na procesy inwestycyjne zachodzące w Europie Zachodniej (UE15) po upadku Lehman Brothers wyraźnie wskazują na olbrzymią zmianę, jaka zaszła od wybuchu kryzysu finansowego: po załamaniu, które miało miejsce w 2009 r., w kolejnych latach skala inwestycji pozostała na trwałym poziomie znacznie niższym niż w ostatnich latach przedkryzysowego boomu. To sytuacja odmienna od tej, z jaką mamy do czynienia w USA, gdzie inwestycje wróciły już w zasadzie do przedkryzysowego poziomu (rys.1).

Rys. 1. W przeciwieństwie do USA inwestycje w Europie pozostają znacząco poniżej przedkryzysowego poziomu



* in constant 2010 prices

Source: Eurostat (EU15), OECD (U.S.)

* w cenach stałych 2010 r.

Źródło: Eurostat (EU15) i OECD (USA)

A detailed look at the investment processes under way in the EU in recent years shows that:

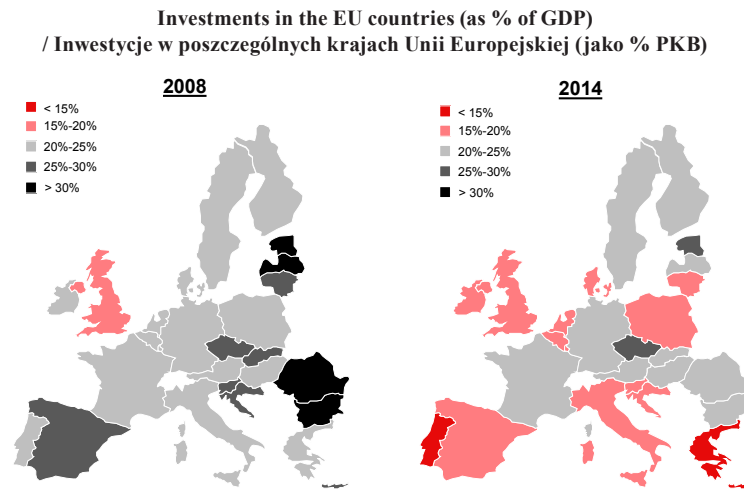
- as a result of the changes that have taken place in the post-crisis period, the share of investment in GDP fell to slightly less than 20%, while the steepest drops in this indicator took place in the south and east of Europe (Figure 2)

Szczegółowe spojrzenie na procesy inwestycyjne zachodzące w Unii w ostatnich latach wskazuje, że:

- w efekcie zmian, jakie zaszły w pokryzysowym okresie udział inwestycji w PKB spadł do poziomu niespełna 20%, przy czym największe spadki tego wskaźnika miały miejsce na południu i wschodzie Europy (rys.2),

Figure 2: The decline in investment was greatest in the south and east of the EU

Rys. 2. W największym stopniu spadek inwestycji wystąpił na południu i wschodzie Unii



Source: Analysis based on Eurostat data

Źródło: analiza własna na bazie danych Eurostatu

- in the case of the “old”¹ EU, a relative drop in investment was noted in all of the main sectors: companies, households (residential investments) and the public sector.

By comparison, in the “new”² member states, the most severe reduction in investment took place in the corporate sector (Figure 3). In the case of the public sector, the first factor to become visible was transitional growth in investment (the effect of increased spending on infrastructure as a result of the expenditure of European structural and cohesion funds), which later fell. Residential investments, in turn, showed relatively small fluctuations.

From the point of view of potential growth, what’s important is not so much the size of investments made in a given year as the value of accumulated assets. In this light, an interesting picture emerges when we compare the relationship of fixed assets to GDP (the capital-output ratio) in the Eurozone³ and the U.S., because this ratio is significantly higher in the single currency area than in America. What’s more, in recent years the gap has even widened somewhat

- w przypadku „starej”¹ Unii odnotowano relatywny spadek inwestycji we wszystkich głównych sektorach: w sektorze firm, gospodarstwach domowych (inwestycje mieszkaniowe) oraz publicznym.

Dla porównania, w „nowych”² krajach członkowskich redukcja w największej skali dosięgła inwestycji sektora firm (rys.3). W przypadku sektora publicznego najpierw widoczny był przejściowy wzrost inwestycji (efekt zwiększonych wydatków na infrastrukturę w związku z wydatkowaniem europejskich funduszy spójnościowych), a później nastąpił ich spadek. Inwestycje mieszkaniowe z kolei podlegały stosunkowo niewielkim wahaniom.

Z punktu widzenia potencjalnego wzrostu, istotna jest nie tyle wielkość inwestycji dokonywanych w danym roku, co wielkość zakumulowanych aktywów. W tym względzie ciekawy obraz jawi się z porównania relacji środków trwałych do PKB (ang. *capital-output ratio*) w strefie euro³ i USA. Otóż relacja ta jest znacząco wyższa w strefie od tej w USA. Co więcej, w ostatnich latach luka nawet się nieco powiększyła (na niekorzyść USA), przy czym równocześnie nastę-

¹ Countries that joined the EU before 2004

² Countries that joined the EU in 2004 and later.

³ Due to considerations of data availability, the Eurozone will be treated as a proxy for Western Europe.

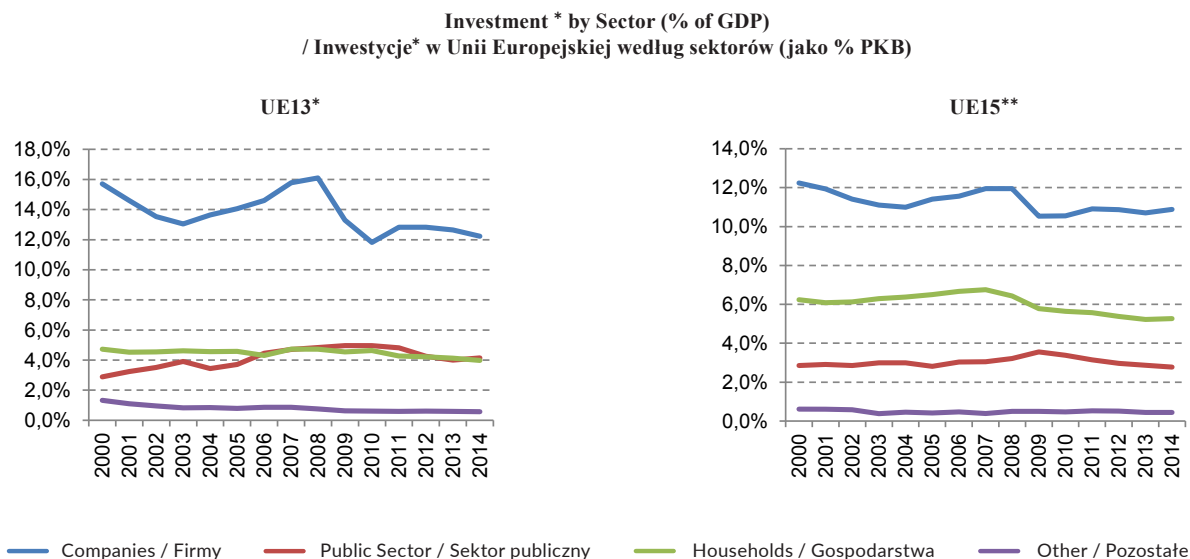
¹ Kraje, które zostały członkami Unii przed 2004 r.

² Kraje, które zostały członkami Unii w 2004 r. i później

³ Ze względu na dostępność danych strefa euro stanowi reprezentację sytuacji w krajach Europy Zachodniej

Figure 3: In the EU13, the steepest drop was in investment by companies; in the EU15 it was spread over all sectors

Rys. 3. W UE13 największy spadek dotknął inwestycje firm. W UE15 rozłożył się on na wszystkie sektory



* Excluding Croatia and Lithuania, for which there are no data

** Excluding Ireland, Greece and Luxembourg, for which there are no data

Source: Based on Eurostat data

* Bez Chorwacji i Litwy, dla których brak jest odpowiednich danych

** Bez Irlandii, Grecji i Luksemburga, dla których brak jest odpowiednich danych

Źródło: na bazie danych Eurostatu

(to the disadvantage of the U.S.), while simultaneously there has been a deepening of the Eurozone's distance from the U.S. in terms of the level of productivity (Figure 4). This state of affairs clearly confirms that in the case of investments, just as important as the level is their nature; investments in Western Europe have in recent decades been significantly less productive than those in the U.S. In this context, further important information is supplied by the structure of outlays on fixed assets in the countries of the EU15 and the U.S. (Figure 5). And it turns out that during the pre-crisis boom:

- more than 55% of outlays on fixed assets in Western Europe went to buildings and construction (including housing), while in the U.S. they accounted for not quite 50%,
- the share of spending associated with technological sophistication was significantly higher in the U.S.: The combined share of outlays on telecommunications and IT equipment and solutions, and on intellectual property,⁴ in this period reached 25.5%, while in the EU it was only 19.6%.

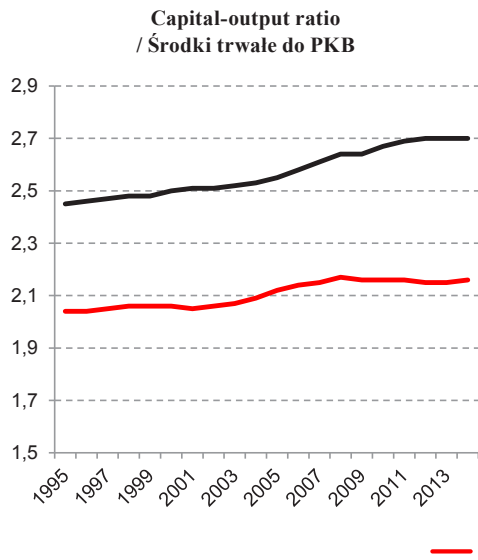
⁴ Outlays on research and development, and spending on software.

powoła pogłębianie się dystansu strefy euro wobec USA jeśli chodzi o poziom produktywności (rys.4). Taka sytuacja wyraźnie potwierdza, że w przypadku inwestycji równie ważny co ich poziom jest także ich charakter; inwestycje w Europie Zachodniej były w ostatnich dekadach znacznie mniej produktywne niż te w USA. W tym kontekście kolejnych istotnych informacji dostarcza struktura nakładów na środki trwałe w krajach UE15 i w USA (rys.5). Otóż okazuje się, że w czasie przedkryzysowego boomu:

- ponad 55% wydatków na środki trwałe kraje Europy Zachodniej kierowały na budynki i budowle (w tym mieszkania), podczas gdy w USA stanowiły one niepełna 50%,
- znacznie większy był w USA udział wydatków kojarzonych z nowoczesną gospodarką: łączny udział nakładów na sprzęt i rozwiązania telekomunikacyjno-informatyczne oraz tzw. własność intelektualną⁴ wynosił w tym okresie 25,5%, podczas, gdy w UE15 jedynie 19,6%.

⁴ Nakłady na badania i rozwój oraz wydatki na oprogramowanie.

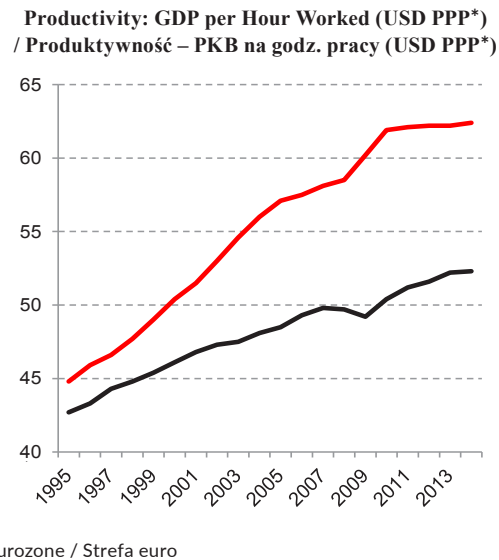
Figure 4: Higher accumulated capital in the EU does not translate into higher productivity



* Constant 2010 prices

Source: OECD, D. Gross ("Investment as the key to recovery in the euro area?")

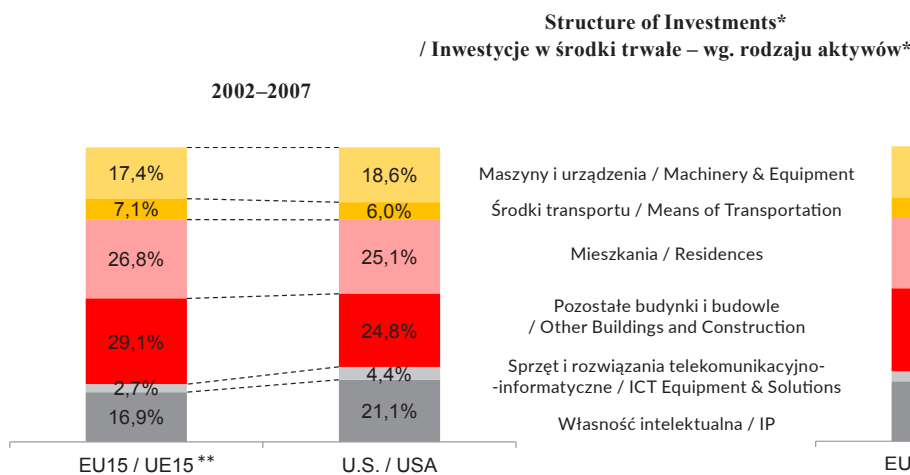
Rys 4. Większy zakumulowany kapitał nie przekłada się w Unii na większą produktywność



* Ceny stałe 2010 r.

Źródło: OECD, D. Gross („Investment as the key to recovery in the euro area?“)

Figure 5: In Europe, the share of investment associated with the modern economy is low



Rys. 5. W Europie niski jest udział inwestycji kojarzonych z nowoczesną gospodarką

* In constant prices, average share for a given period

** Total for countries for which the structure of investment by assets is available (Austria, Belgium, Denmark, Finland, France, Greece, Ireland, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Portugal, the UK)

Source: Eurostat, BEA

* 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

Interestingly, in post-crisis circumstances, the differences – to the EU15's disadvantage – deepened even more:

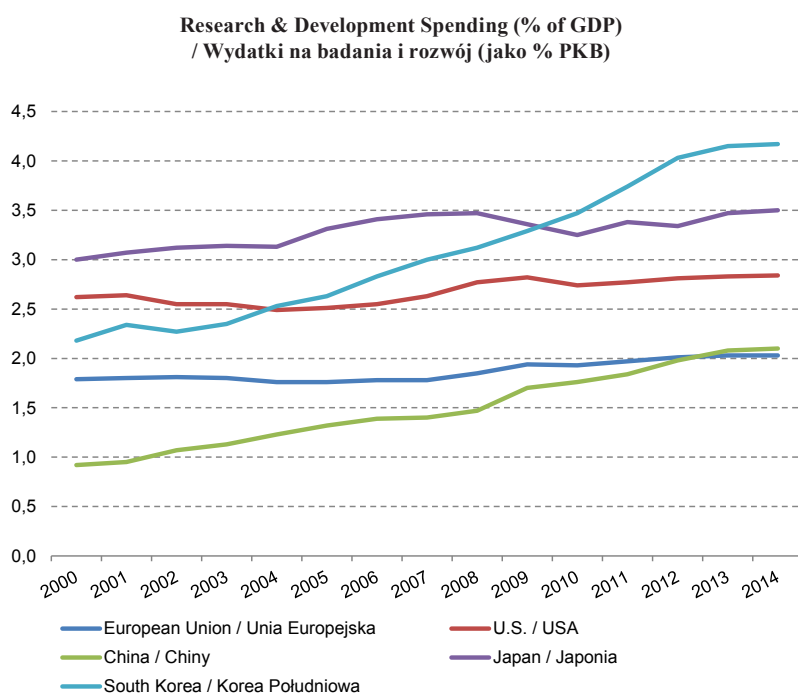
- while in the EU15 the share of spending on buildings and other structures was maintained at a relatively high level (52.3%), in the U.S. it was squeezed to not quite 40%,
- in the U.S., the share of spending on telecommunications and IT equipment and solutions, and intellectual property, jumped to 33.2%, and in the EU15 it reached slightly less than 24%
- in recent years, investment in machinery and equipment⁵ has played a greater role in the U.S. than in the EU15: it accounted for 21.2% of all investment outlays, compared with 17.4% in the EU15.

Co ciekawe, w pokryzysowym otoczeniu różnice – na niekorzyść UE15 – jeszcze bardziej się pogłębiły:

- podczas gdy w UE15 udział nakładów na budynki i budowle utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie (52,3%), to w USA uległ ograniczeniu do niespełna 40%,
- w USA udział nakładów na sprzęt i rozwiązania telekomunikacyjno-informatyczne oraz własność intelektualną skoczył do 33,2%, a w UE15 osiągnął niespełna 24%,
- większe znaczenie w USA niż w UE15 miały w ostatnich latach inwestycje w maszyny i urządzenia⁵: przypadało na nie 21,2% wszystkich nakładów inwestycyjnych, wobec 17,4% w UE15.

Figure 6: The European Union lags behind global leaders in terms of outlays on research and development

Rys. 6. Unia Europejska odstaje pod względem nakładów na badania i rozwój od globalnych liderów



Source: Based on Eurostat data

Źródło: na bazie danych Eurostatu

⁵ With the exception of communications equipment and solutions, and means of transportation, presented as separate categories.

⁵ Z wyłączeniem sprzętu i rozwiązań komunikacyjnych oraz środków transportu zaprezentowanych jako oddzielne kategorie.

Significantly, despite numerous EU programs and policies aimed at increasing the scale of spending on research & development, the relation of this spending to GDP has for years remained practically unchanged. In effect, in terms of R&D investment the EU today lags significantly behind countries such as South Korea, Japan and the U.S. (Figure 6). The European Investment Bank (EIB) identifies the main reasons for this situation as:⁶

- low saturation of the European economy by sectors with high R&D outlays,
- less intensive R&D outlays than the leaders in respective economic sectors.

Simultaneously, it must be borne in mind that the R&D spending situation in the European Union varies widely (Figure 7). The Scandinavian countries are among the global leaders, while the greatest challenges are faced by the countries of southern Europe, where the low level of R&D spending (and thus the low level of sophistication of the economy) does not correspond with the relatively high level of incomes.⁷

According to estimates from the EIB,⁸ reaching a level of R&D investment of 3% of GDP requires increasing this type of outlay in the European Union by EUR 130 billion a year (from the current level of about EUR 240 billion), of which EUR 70 billion should come from the private sector, and EUR 60 billion from the public sector.

The EIB also points to the slow adaptation of existing global technologies by European companies. It estimates that for European industry to catch up to the highest technological standards, it must make investments on the order of EUR 90 billion a year.

Warto zauważyć, że pomimo licznych programów i polityk UE mających na celu zwiększenie skali nakładów na badania i rozwój (B&R) relacja tych nakładów do PKB pozostaje od lat praktycznie na niezmiennym poziomie. W efekcie Unia Europejska pod względem nakładów na B&R odsta- je dziś znacząco od krajów takich jak Korea, Japonia czy USA (rys.6). Jako główne powody takiej sytuacji Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) wskazuje⁶:

- niskie nasycenie europejskiej gospodarki sektorami o wysokich nakładach na B&R,
- mniejszą niż u liderów intensywność nakładów na B&R w tych samych sektorach gospodarki.

Równocześnie trzeba pamiętać, że sytuacja w zakresie wydatków na badania i rozwój w Unii jest silnie zróżnicowana (rys.7). Kraje skandynawskie należą do globalnej czołówki, z kolei największe wyzwanie dotyczy krajów południa Europy, gdzie niski poziom nakładów B&R (a tym samym niski poziom zaawansowania gospodarki) nie koresponduje z relatywnie wysokim poziomem dochodów⁷.

Według szacunków EBI⁸ osiągnięcie poziomu inwestycji w B&R w wysokości 3% PKB wymaga zwiększenia tego typu nakładów w Unii Europejskiej o 130 mld euro rocznie (z obecnego poziomu ok. 240 mld), z czego 70 mld powinno przypadać na sektor prywatny, a 60 mld na sektor publiczny.

EBI wskazuje również na powolną adaptację istniejących globalnie technologii przez europejskie firmy. Szacuje, że dorównanie przez europejski przemysł do najwyższych technologicznych standardów wymaga nakładów rzędu 90 mld euro rocznie.

⁶ Economics Department, European Investment Bank (EIB). "Investment and Investment Finance in Europe – Investing in Competitiveness." European Investment Bank. 2015. http://www.eib.org/attachments/efs/investment_and_investment_finance_in_europe_2015_en.pdf. (accessed July 25, 2016)

⁷ It appears that without increasing the sophistication of their economies, the countries of the south will have a serious problem maintaining current income levels.

⁸ EIB, op. cit.

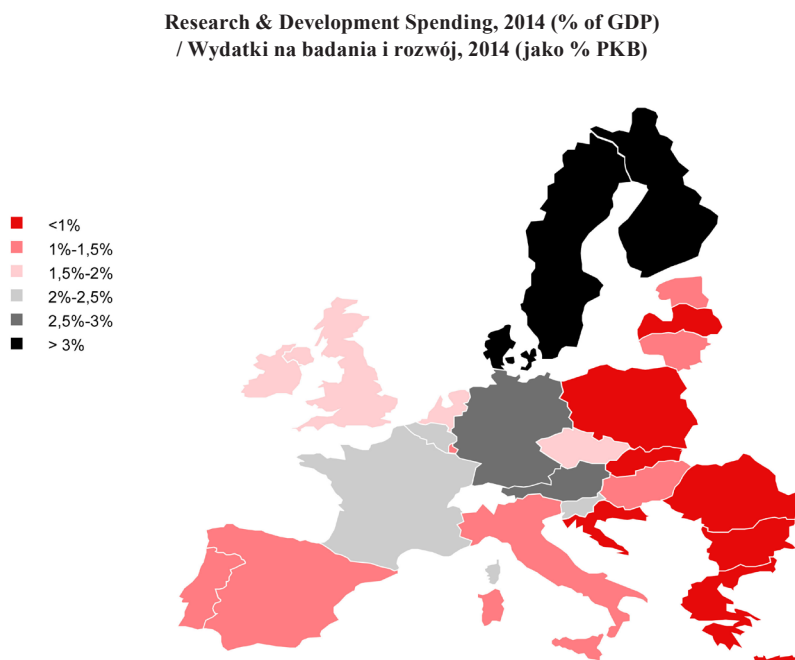
⁶ „Investment and Investment Finance in Europe – Investing in Competitiveness”, EBI 2015, http://www.eib.org/attachments/efs/investment_and_investment_finance_in_europe_2015_en.pdf

⁷ Wydaje się, że bez zwiększenia stopnia zaawansowania gospodarek, kraje południa będą mieć poważny problem z utrzymaniem obecnego poziomu dochodów.

⁸ Zob. cytowana wyżej publikacja „Investment and investment finance in Europe...”.

Figure 7: Innovation is concentrated in the north of the EU

Rys. 7. Innowacyjność koncentruje się na północy Unii



Source: Based on Eurostat data

Źródło: na bazie danych Eurostatu

To sum up, it appears that the pre-crisis investment boom visible in the majority of countries of Western Europe (particularly in the south) to a significant degree included many misguided projects, which generated negative value for investors, and thus the entire economy. At the foundation of this boom lay excessively low interest rates, the effect of the creation of the Eurozone and the convergence of rates to the German level (so-called borrowed credibility). It is worth noting at this point that the issue of poor capital allocation applies not only to the market for residential real estate, overwhelmed by speculation, but also to a portion of the investments in production (those for which the expansion of productive capacity took place based on false demand signals resulting from the credit expansion) and investments by the public sector (often co-financed from EU cohesion funds). These misplaced investments and the debt related to them today place a burden on many economies, preventing them from functioning normally. Simultaneously, the boom that was artificially created by excessive credit expansion led to the neglect of investments that are key from the point of view of an advanced economy: investment in the development of intellectual property and investment related to digitalization.

Reasumując, wydaje się, że przedkryzysowy boom inwestycyjny widoczny w większości krajów Europy Zachodniej (szczególnie na południu) obejmował w znacznej mierze wiele „nietrafionych” projektów, które wygenerowały ujemną wartość dla inwestorów, a tym samym całej gospodarki. U podłoża tego boomu leżały zbyt niskie stopy procentowe, efekt utworzenia strefy euro i konwergencji stóp do poziomu niemieckiego (tzw. zapożyczona wiarygodność). Warto przy tym zauważyć, że fenomen złej alokacji kapitału dotyczy nie tylko objętego spekulacją rynku nieruchomości mieszkaniowych, ale także części inwestycji produkcyjnych (tych, w przypadku których rozbudowa mocy wytwórczych odbyła się w oparciu o zafałszowane sygnały popytowe, związane z ekspansją kredytu) oraz inwestycji sektora publicznego (nierazko współfinansowanych z funduszy spójnościowych Unii). Te nietrafione inwestycje i związane z nimi długi stanowią dziś obciążenie dla wielu gospodarek i nie pozwalają na ich normalne funkcjonowanie. Równocześnie sztucznie wywołany (nadmierną ekspansją kredytu) boom doprowadził do zaniedbania inwestycji kluczowych z punktu widzenia nowoczesnej gospodarki, nakładów na rozwój własności intelektualnej oraz tych związanych z cyfryzacją.

2. The Microeconomic Perspective: The Main Barriers to Investment by Companies in the European Union

The unfavorable conditions for investment by companies in the “old” EU are pointed out by many institutions, so there is no shortage of work dedicated to the causes of this issue.⁹ An attempt to capture them in a holistic manner leads us to note two groups of factors (Figure 8):

- factors that can be described as having influence on the emergence and identification of attractive investment projects,
- factors related to access to external financing.

It is worth noting that the role of particular factors varies from country to country. IMF research¹⁰ indicates, for example, that in the case of Spain, the key factor responsible for the drop in investment by companies was demand prospects, while in the case of Italy and Ireland this element was of limited significance, and the key role was played by a combination of other factors.

The pessimistic demand expectations of companies from the EU15 are related on the one hand to the growth situation, and on the other to gloomy demographic projections. The growth situation is a function of the pressure of indebtedness, which is found in the private and/or public sectors in many EU countries. Additionally, in some of them this is exacerbated by so-called internal devaluation (improving the economy’s competitiveness by lowering wages). All of this hits local demand.

⁹ For example, the EIB reports “Investment and Investment Finance in Europe” from 2013 and 2015; “Investment in the Euro Area: Why Has it Been Weak?” IMF Working Paper WP/15/32; Dias, Daniel A.; Marques, Carlos Robalo; Richmond, Christine: “Misallocation and Productivity in the Lead up to the Eurozone Crisis”, International Finance Discussion Papers 1146, FED 2015; “Secular stagnation and low investment: breaking the vicious cycle”, McKinsey Global Institute 2016.

¹⁰ IMF, op. cit.

2. Perspektywa mikroekonomiczna – główne bariery dla inwestycji firm w Unii Europejskiej

Na niekorzystne uwarunkowania dla inwestycji firm w „starej” Unii zwraca uwagę wiele instytucji, stąd też brakuje opracowań poświęconych przyczynom tego zagadnienia⁹. Próba ujęcia ich w syntetyczny sposób prowadzi do uzyskania dwóch grup czynników (rys.8):

- czynników, które można określić jako mające wpływ na powstawanie i identyfikację atrakcyjnych projektów inwestycyjnych,
- czynników związanych z dostępem do zewnętrznego finansowania.

Warto zwrócić uwagę, że w poszczególnych krajach rola poszczególnych czynników jest różna. Badania MFW¹⁰ wskazują na przykład, że w przypadku Hiszpanii kluczowym czynnikiem odpowiedzialnym za spadek inwestycji firm były perspektywy popytu, z kolei w przypadku Włoch czy Irlandii element ten miał ograniczone znaczenie, a kluczową rolę odegrała kombinacja pozostałych czynników.

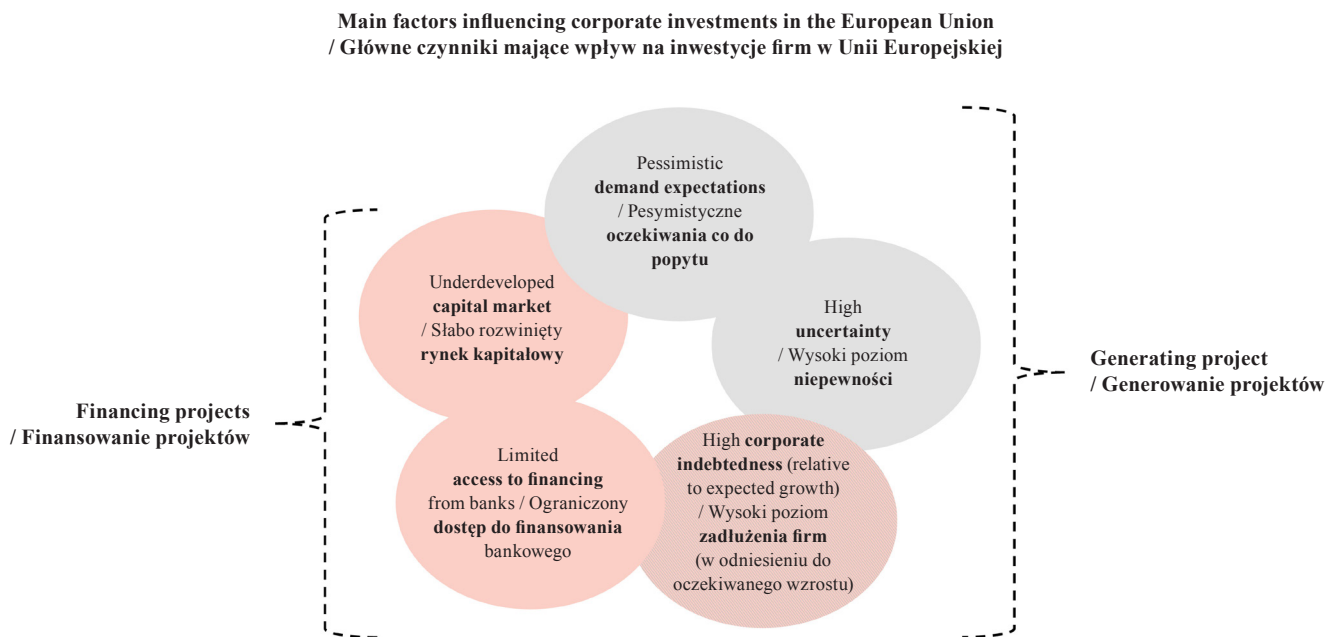
Pesymistyczne oczekiwania firm z UE15 co do popytu związane są z jednej strony z sytuacją koniunkturalną, z drugiej z niekorzystnymi projekcjami demograficznymi. Sytuacja koniunkturalna to pochodna presji zadłużenia, która występuje w sektorze prywatnym i/lub publicznym wielu krajów Unii. Do tego, w niektórych z nich nakłada się na to tzw. wewnętrzna dewaluacja (poprawianie konkurencyjności gospodarki poprzez spadek płac). Wszystko to odbija się na lokalnym popycie.

⁹ Dla przykładu: „Investment and Investment Finance in Europe” – raporty EBI z 2013 i 2015 r.; “Investment in the Euro Area: Why Has it Been Weak?” IMF Working Paper WP/15/32; Dias D. A., C. Robalo Marques, Ch. Richmond “Misallocation and Productivity in the Lead up to the Eurozone Crisis”, International Finance Discussion Papers 1146, FED 2015; “Secular stagnation and low investment: breaking the vicious cycle”, McKinsey Global Institute 2016.

¹⁰ Zob. wyżej cytowany raport “Investment in the Euro Area....”.

Figure 8: Barriers in companies' investments appear both at the stage of generating projects and at the financing stage

Rys. 8. Bariery w inwestycjach firm występują zarówno na etapie generowania projektów, jak też ich finansowania



Source: Based on EIB (*Investment and investment finance in Europe*) and IMF (*Investment in the Euro Area: why has it been weak?*), IMF working paper WP/15/32)

Źródło: opracowanie własne na bazie EBI („Investment and investment finance in Europe”) i MFW („Investment in the Euro Area: why has it been weak?”, IMF working paper WP/15/32)

In relation to questions of demography, it is worth noting that Europe, against the backdrop of other continents, is characterized by the worst demographic prospects. The European Union is aging at an ever-faster rate, which (in addition to debt reduction) is an additional reason for saving. It appears that the demographic factor is still not fully appreciated, while the aging and shrinking of the population mean that to maintain the same relation of capital to production (GDP), a lower investment rate (relation of investment to GDP) is sufficient.¹¹

W odniesieniu do kwestii demograficznych warto zauważyć, że Europę – na tle innych kontynentów – cechują najgorsze perspektywy demograficzne. Unia Europejska w coraz szybszym tempie starzeje się, co jest dodatkową (oprócz oddłużania) przesłanką do oszczędzania. Wydaje się, że czynnik demograficzny jest wciąż nie w pełni doceniany, tymczasem starzenie i kurczenie się społeczeństw powodują, że dla utrzymania tej samej relacji kapitału do produkcji (PKB) wystarcza niższa stopa inwestycji (relacja inwestycji do PKB)¹¹.

The high level of uncertainty is a complex element. At its source lies – it would appear – the inefficiency of the institutional solutions adopted in the case of the Eurozone and the symptoms of a possible disintegration of the EU (if nothing else, in the context of the Brexit referendum).

Wysoki poziom niepewności jest elementem złożonym. U jego źródła tkwi – jak się wydaje – niewydolność rozwiązań instytucjonalnych przyjętych w przypadku strefy euro oraz symptomy możliwej dezintegracji Unii (choćby w kontekście referendum w sprawie tzw. Brexitu). Nie-

¹¹ See also Gross, D. “Investment as the Key to Recovery in the Euro Area?”, CEPS Policy Brief No. 326, 2014.

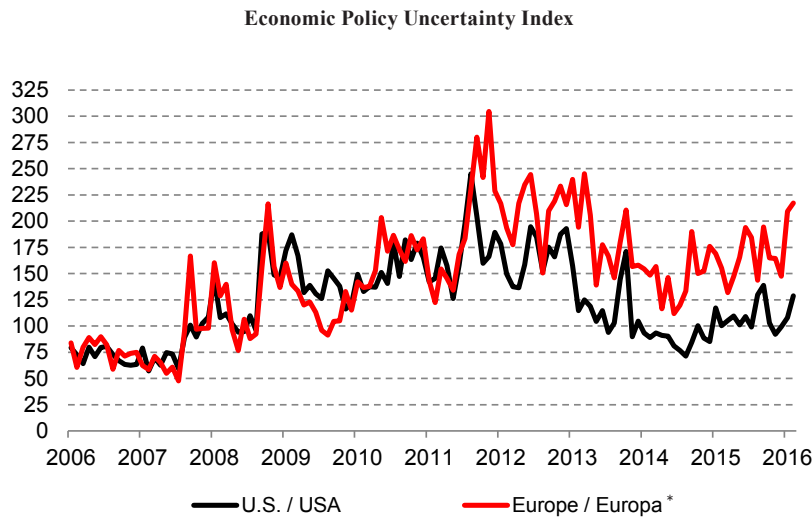
¹¹ Więcej na ten temat w: Gross D. “Investment as the Key to Recovery in the Euro Area?”, CEPS Policy Brief No. 326, 2014.

The uncertainty about the future functioning of the EU translates into uncertainty concerning the basic parameters in investment processes such as currency rates, interest rates and tax brackets. This significantly hinders the evaluation of the profitability of investment projects, and thus increases the value of the so-called option value of waiting¹². In this situation, companies' current investments focus primarily on those areas that apply to efficiency gains within the framework of existing production capacity, not on expansion.

pewność co do przyszłego funkcjonowania Unii przekłada się na niepewność co do podstawowych w procesach inwestycyjnych parametrów takich jak kursy walutowe, stopy procentowe czy stawki podatkowe. Znacznie utrudnia to ocenę opłacalności projektów inwestycyjnych, a tym samym podnosi wartość tzw. opcji czekania¹². W tej sytuacji obecne inwestycje firm koncentrują się przede wszystkim na tych obszarach, które dotyczą poprawy efektywności w ramach istniejących mocy produkcyjnych, a nie na ich rozbudowie.

Figure 9: The uncertainty that characterizes Europe seems to be taking on an ever-more local (European) character

Rys. 9. Niepewność charakteryzująca Europę wydaje się przybierać coraz bardziej lokalny (europejski) charakter



* Research covers France, Germany, Italy, Spain and the UK

* Badania obejmują Niemcy, Francję, Włochy, Hiszpanię i Wlk. Brytanię

Source: www.policyuncertainty.com

Źródło: www.policyuncertainty.com

¹² A concept formulated by Kenneth Arrow and developed by Ben Bernanke. To simplify, giving up the "waiting option" constitutes agreement to bear an additional cost: the cost of lost benefits. If a company begins to invest in conditions of high uncertainty, it somehow gives up this option, giving up the opportunity to wait until the time when new information arrives that could make it easier to evaluate whether a given investment is desirable in given market conditions and whether it has a chance of being profitable.

¹² Koncept sformułowany przez K.J. Arrowa i rozwinięty przez B. Bernanke. W uproszczeniu rezygnacja z „opcji czekania” to zgoda na poniesienie dodatkowego kosztu – kosztu utraconych korzyści. Jeśli firma zaczyna inwestować w warunkach silnej niepewności, to niejako pozbywa się tej opcji, pozbywa się możliwości przeczekaania do czasu, gdy naptyną nowe informacje, które mogą ułatwić ocenę, czy dana inwestycja jest w określonych warunkach rynkowych pożądana i czy ma szansę przynieść zysk.

One of the popular indicators that attempts to capture the level of uncertainty is the Economic Policy Uncertainty Index. Its movement in recent years (Figure 9) points to two key issues:

- uncertainty in Western Europe remains high, significantly above the level seen before the collapse of Lehman Brothers.
- since 2011 there has been a quite significant divergence in the behavior of the index for Western Europe and for the U.S. This may indicate the growing significance of local factors (in contrast to global ones) in stimulating uncertainty.

This last fact seems to confirm that without bringing the situation in the Eurozone under control, without consolidating the EU (eliminating the idea of potential exits), it will be difficult to expect an improvement in investment conditions. These reforms must encompass not only institutional solutions, but also addressing the question of debt that has grown up in recent years

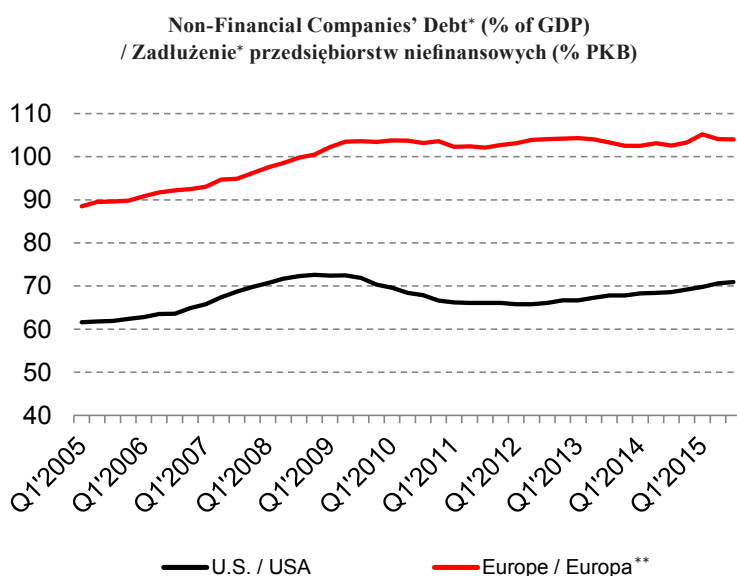
Figure 10: Slow growth in nominal terms doesn't allow companies to grow their way out of debt

Jednym z popularnych wskaźników, który próbuje zmierzyć poziom niepewności jest tzw. Economic Policy Uncertainty Index. Jego ewolucja w ostatnich latach (rys.9) wskazuje na dwie istotne kwestie:

- niepewność w Europie Zachodniej utrzymuje się na wysokim poziomie, znacznie powyżej tego odnotowanego przed upadkiem Lehman Brothers,
- od 2011 r. występuje dość istotna rozbieżność w zachowaniu się indeksu dla Europy Zachodniej i dla USA. Taka sytuacja może wskazywać na rosnące znaczenie czynników o charakterze lokalnym (w odróżnieniu od czynników o charakterze globalnym) w stymulowaniu niepewności.

Ten ostatni fakt wydaje się potwierdzać, że bez uporządkowania sytuacji w strefie euro, bez konsolidacji Unii (wylimowania tematu potencjalnych „wyjść”) trudno liczyć na poprawę warunków do inwestowania. To uporządkowanie musi obejmować nie tylko rozwiązania instytucjonalne, ale także zaadresowanie kwestii narosłego w minionych latach długu.

Rys. 10. Powolny wzrost w ujęciu nominalnym nie pozwala firmom na „wyrastanie” z długów



* loans and debt securities

** Eurozone

Source: BIS

* z tytułu kredytów i emisji papierów dłużnych

** strefa euro

Źródło: BIS

Another significant question that limits European companies' tendency to invest is related to their high debt level. Once again, this applies to the countries of Western Europe (Figure 10). In the countries of the Eurozone, corporate debt today exceeds 100% of GDP, while in the U.S. it is about 70%. This high level of indebtedness at Western European companies is a challenge, particularly in the context of weak growth prospects (for the entire economy, or particular sectors). For it is difficult to count on a natural process of "growing their way out of debt," and to take out new obligations (e.g. for the purpose of carrying out new investments), it is necessary first to get rid of old debts. In this context it is worth noting that many Western European companies today are keeping their doors open thanks only to expansionary monetary policy and record-low financing costs. This blocks the process of creative destruction – the squeezing out from the market of the least efficient companies – and in effect leads to the maintenance on the market of zombie companies: incapable of growing, but capable of vegetating.

Taking into account the high level of corporate debt, it could appear that factors related to access to external financing (either from banks or through capital markets) should be of lesser significance. In reality, this plays a significant role in the case of small and medium-sized companies. In Europe, these companies are strongly dependent on financing from banks, which recently have been living through their own (numerous and various) problems and are not inclined to increase lending. Research from the EIB¹³ and the ECB¹⁴ confirm that access to external financing is indicated by SMEs as one of the key barriers in those countries where the banking sector was hit hardest by the crisis. In the context of the disadvantageous structure of investments in the EU, the bad message is that problems with financing affect innovative small and medium sized entities particularly strongly. Due to their innovative nature they generate extra risk, which many banks (particularly those with problems) cannot accept. In the U.S., financing for this type of company is supplied

Kolejna istotna kwestia ograniczająca skłonność do inwestowania europejskich firm jest związana z wysokim poziomem ich zadłużenia. Znow problem ten przede wszystkim odnosi się do krajów Europy Zachodniej (rys.10). W krajach strefy euro zadłużenie firm przekracza dziś poziom 100% PKB, podczas gdy w USA stanowi ok. 70%. Ten wysoki poziom zadłużenia zachodnioeuropejskich firm jest wyzwaniem szczególnie w kontekście słabych perspektyw wzrostu (gospodarki, czy poszczególnych branż). Trudno jest bowiem liczyć na proces naturalnego „wyrastania z długu”, stąd też by zaciągnąć nowe zobowiązania (np. w celu realizacji nowych inwestycji), najpierw konieczne jest pozbycie się starych długów. W tym kontekście warto zauważyć, że wiele zachodnioeuropejskich firm utrzymuje się dziś na rynku tylko dzięki ekspansywnej polityce monetarnej i rekordowo niskim kosztom finansowania. Blokują to proces „kreatywnej destrukcji” – wypierania z rynku najmniej efektywnych firm – i w efekcie prowadzi do funkcjonowania na rynku firm „zombie”: niezdolnych do wzrostu, ale zdolnych do wegetowania.

Biorąc pod uwagę wysoki poziom zadłużenia firm, mogłoby się wydawać, że mniejsze znaczenie powinny mieć czynniki związane z dostępem do zewnętrznego finansowania (czy to bankowego czy poprzez rynki kapitałowe). W rzeczywistości odgrywają one jednak istotną rolę w przypadku segmentu firm średnich i małych (MSP). Firmy te są w Europie silnie uzależnione od finansowania przez banki, a te ostatnie przeżywają własne (liczne i różnorodne) problemy i nie są skłonne do zwiększania akcji kredytowej. Badania Europejskiego Banku Inwestycyjnego¹³ oraz EBC i Komisji Europejskiej¹⁴ potwierdzają, że dostęp do zewnętrznego finansowania jest wskazywany przez MSP jako jedna z kluczowych barier w tych krajach, w których sektor bankowy został przez kryzys uderzony w największym stopniu. Co szczególnie ważne w kontekście niekorzystnej struktury inwestycji w Unii, problemy z finansowaniem firm małych i średnich dotyczą szczególnie silnie tych podmiotów, które mają innowacyjny charakter. W tym przypadku bowiem dochodzi dodatkowe ryzy-

¹³ EIB, op. cit.

¹⁴ European Central Bank, Eurosystem, "Survey on the access to finance of enterprises in the euro area October 2014 to March 2015." European Central Bank. June 2015. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/SAFE_website_report_2014H2.en.pdf?0b8b95ddc-52c86145f91c8d2a566e3f8. (accessed July 25, 2016)

¹³ „Investment and Investment finance in Europe – investing in competitiveness”, wyd. cyt.

¹⁴ „Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises”, EBC i Komisja Europejska 2015, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/SAFE_website_report_2014H2.en.pdf?0b8b95ddc52c86145f91c8d2a566e3f8

primarily by non-bank institutions (venture capital and private equity funds, business angels, etc.), but Europe is significantly less penetrated by this type of institution.

To sum up, in particular countries, investment processes in the corporate sector are influenced by the generally weak development prospects of the European economy and local conditions (barriers).¹⁵ The common element is the question of the uncertainty generated by the still-incomplete solutions that determine the institutional structure of the Eurozone, and in recent years also by uncertainty related to the future shape of the EU (if nothing else, in the context of Brexit). It is worth noting at this point that this uncertainty related to institutional solutions is all the more prominent (leading to growth in the level of uncertainty) the worse the condition of the European economy. Thus there arises a sort of negative feedback loop.

ko, którego wiele banków (zwłaszcza tych z problemami) nie akceptuje. W USA finansowanie tego typu firm spada głównie na barki instytucji nie-bankowych (fundusze *venture capital*, *private equity*, *business angels* itp.), jednakże Europa jest znacznie słabiej spenetrowana przez tego typu instytucje.

Reasumując, w poszczególnych krajach na procesy inwestycyjne w sektorze przedsiębiorstw wpływają ogólnie słabe perspektywy rozwoju europejskiej gospodarki oraz lokalne uwarunkowania (bariery¹⁵). To, co jest elementem wspólnym, to kwestia niepewności generowanej przez – wciąż niekompletne – rozwiązania determinujące kształt instytucjonalny strefy euro, a w ostatnich latach także przez niepewność związaną z kształtem Unii (choćby w kontekście Brexitu). Warto przy tym zauważyć, że ta niepewność odnosząca się do rozwiązań instytucjonalnych tym bardziej daje znać o sobie (prowadzi do wzrostu poziomu niepewności), im gorszy jest stan europejskiej gospodarki. Tworzy się więc swego rodzaju mechanizm negatywnych sprzężeń zwrotnych.

¹⁵ These appear to be particularly important in the case of investments related to innovation (outlays on research and development).

¹⁵ Wydają się być one szczególnie istotne w przypadku inwestycji związanych z innowacyjnością (nakłady na badania i rozwój)

3. The Main Problem With European Investments: Broader Implications

Drawing together the observations related to the investment processes ongoing in Western Europe, it appears that the main problem lies in the legacy of the unproductive investments of the boom years of 2002–2007/8, which aren't allowing the economy to move onto a path of sustainable growth, and thus are a significant source of uncertainty; they also heighten the uncertainty arising from other factors.

On the assets side of the economy-wide balance sheet these unproductive investments are visible in the over-developed housing infrastructure in certain countries, in the excessive productive capacity of certain industries and in unnecessary infrastructure (e.g. unused airports, empty highways). On the liabilities side, they are generally accompanied by debt (these investments were made on credit). Because these are investments with low productivity, the income they generate is not able to cover the costs of debt. The means for that must thus be found in the effect of limiting current expenditure (growth in savings) or by further indebtedness (new debt taken out to service the old debt). This last process explains phenomena including the lack of progress on reducing the indebtedness of the Western European economy.

The higher propensity to save means in turn that growth in final demand (and growth of the economy) remains anemic, which affects companies' decisions about new investments. In this context we must remember that corporate investments as a rule lag behind economic growth, and only rarely lead it.¹⁶

In addition to all of this, there is the institutional uncertainty mentioned earlier (Figure 11).

¹⁶ An exception may be investment related to the discovery (and exploitation) of new commodity resources, which may become a factor causing an improvement in growth in the entire economy.

3. Gdzie tkwi główny problem z europejskimi inwestycjami: szersze implikacje

Syntetyzując obserwacje odnoszące się do zachodzących w Europie Zachodniej procesów inwestycyjnych, wydaje się, że główny problem tkwi w spuściznie nieproduktywnych inwestycji okresu boomu z lat 2002–2007/08, które nie pozwalają gospodarce wejść na ścieżkę trwałego wzrostu i są tym samym istotnym źródłem niepewności (potęgują także niepewność wynikającą z innych czynników).

Po stronie aktywów te nieproduktywne inwestycje widoczne są dziś w nadmiernie rozbudowanej infrastrukturze mieszkaniowej w niektórych krajach, w nadmiernych mocach produkcyjnych niektórych przemysłów, czy też w zbędnej infrastrukturze (np. nieużytkowane lotniska, puste autostrady). Po stronie pasywów towarzyszy im z reguły dług (inwestycje te zostały dokonane na kredyt). Ponieważ są to inwestycje o niskiej produktywności, generowane w ich przypadku dochody nie są w stanie pokryć kosztów zadłużenia. Środki na to muszą się więc znaleźć w efekcie ograniczania bieżących wydatków (wzrost oszczędności) lub poprzez dalsze zadłużanie (nowy dług zaciągany po to, by mieć z czego obsługiwać stary). Ten ostatni proces tłumaczy m.in. brak postępu w zakresie oddłużania zachodnioeuropejskiej gospodarki.

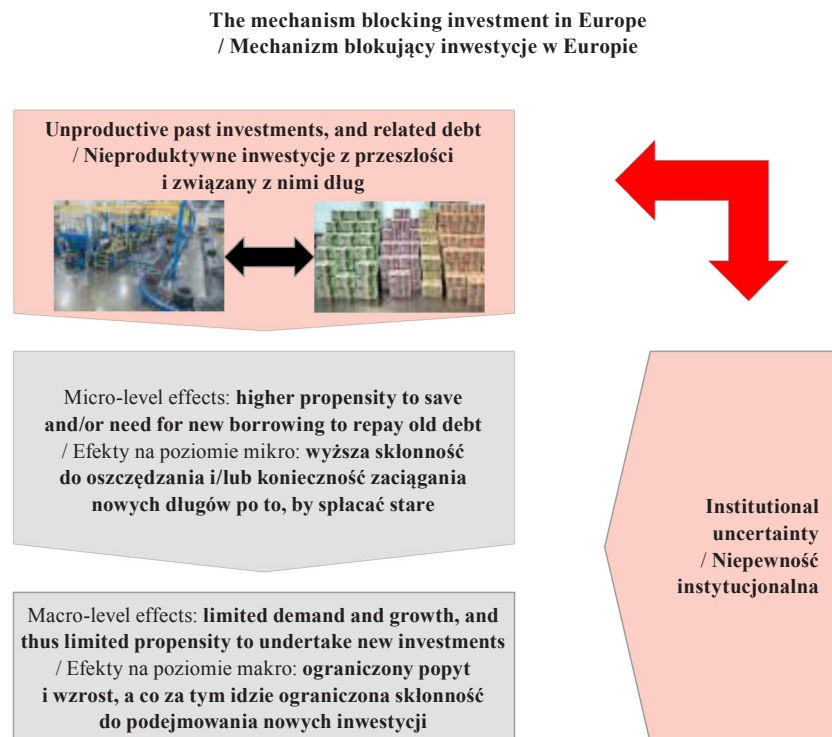
Wyższa skłonność do oszczędzania powoduje z kolei, że wzrost końcowego popytu (a tym samym wzrost gospodarczy) pozostaje anemiczny, co przekłada się na decyzje firm o nowych inwestycjach. W tym kontekście trzeba pamiętać, że inwestycje firm z reguły „podążają za koniunkturą”, rzadko kiedy ją wyprzedzają¹⁶.

Na to wszystko nakłada się jeszcze wspomniana wcześniej niepewność instytucjonalna (rys.11).

¹⁶ Wyjątek mogą stanowić inwestycje związane z odkryciem (i eksploatacją) nowych zasobów surowcowych, które mogą stać się czynnikiem powodującym poprawę koniunktury w całej gospodarce.

Figure 11: The problem lies in the legacy of unproductive investments during the boom. This is exacerbated by institutional uncertainty

Rys. 11. Problem tkwi w spuściznie nieproduktywnych inwestycji okresu boomu. Na to nakłada się niepewność instytucjonalna



Source: author's analysis

Źródło: analiza własna

If we accept that the above diagnosis is correct, then there are three theoretical paths for addressing the question of the legacy of the past:

Jeśli przyjąć, że powyższa diagnoza jest właściwa, wówczas rysują się trzy teoretyczne ścieżki zaadresowania kwestii spuścizny przeszłości:

- inflationary processes leading to companies growing their way out of old debts
- giving in to creative destruction (market pressure leading to "cleansing" and the reallocation of resources to new, more productive enterprises),
- forced balance-sheet restructuring (assets and liabilities).
- poprzez procesy inflacyjne prowadzące do „wyrastania” ze starych długów,
- zdania się na „kreatywną destrukcję” (presję rynkową prowadzącą do „oczyszczenia” i relokacji zasobów do nowych, bardziej produktywnych przedsięwzięć),
- wymuszonej restrukturyzacji bilansów (aktywów i pasywów).

It appears that the inflationary path is strongly preferred today. The purpose of the European Central Bank's expansive monetary policy is to stimulate inflation. The problem with this approach, though, is that the primary mechanisms operating today in Western Europe (e.g. internal

Wydaje się, że ścieżka inflacyjna jest dziś silnie preferowana. Celem ekspansywnej polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC) jest wywołanie inflacji. Problem z tym podejściem polega jednak na tym, że pierwotne mechanizmy działające dziś w Europie Zachodniej

devaluation intended to bring back economies' competitiveness) have strong deflationary effects. Additionally, there are disinflationary effects caused by declines in commodity prices on international markets. At the same time, we must remember that expansionary monetary policy gives rise to new risks; for example, it can encourage the growth of new speculative bubbles, thus leading to the multiplication of the same structure as in the past: too-cheap money generating investments with low (or negative) profitability, which with time become a burden on economies.¹⁷

The operation of the creative destruction process is sharply limited in Western Europe today. On the one hand, this results from the aforementioned cheap money policy; on the other, from growing economic protectionism. Cheap money leads to the emergence of zombie companies, which because of their excessive debt aren't able to look into the future (invest in development), but at the same time the low cost of financing means that they are able to stay alive. Their functioning is a drag on the economy, as they engage resources in inefficient undertakings. They also make it impossible for healthy players to consolidate the market.

Another barrier to the process of creative destruction today is growing economic nationalism. It appears in all manner of forms, starting from political pressure on local companies not to move jobs to other countries (but rather to de facto subsidize them from more profitable operations elsewhere), to more or less open forms of subsidizing local companies by the public sector.

Forced balance-sheet restructuring today is happening on a relatively small scale. A fundamental barrier in this area is the need to incur certain costs; in many cases, there is a lack of bold decision-making about who should bear them.

(np. „wewnętrzna dewaluacja” mająca na celu przywrócenie konkurencyjności gospodarek) mają silnie deflacyjne działanie. Do tego dochodzą jeszcze efekty dezinflacyjne wywołane spadkiem cen surowców na rynkach międzynarodowych. Równocześnie trzeba pamiętać, że ekspansywna polityka monetarna rodzi nowe ryzyka, może np. prowadzić do narastania nowych baniek spekulacyjnych, prowadząc tym samym do powielania tego samego schematu, co w przeszłości – zbyt tani pieniądz generujący inwestycje o niskiej (lub nawet ujemnej) rentowności, które z czasem staną się obciążeniem dla gospodarek¹⁷.

Działanie procesów „kreatywnej destrukcji” jest dziś w Europie Zachodniej mocno ograniczone. Z jednej strony wynika to ze wspomnianej już polityki „taniego pieniądza”, z drugiej z narastającego protekcjonizmu gospodarczego. Tani pieniądz prowadzi do powstawania firm „zombie” – firm, które ze względu na nadmierne zadłużenie nie są w stanie patrzeć w przyszłość (inwestować w rozwój), ale równocześnie niski koszt finansowania powoduje, że są w stanie utrzymać się przy życiu. Ich funkcjonowanie jest niekorzystne dla gospodarki, gdyż angażują one zasoby w ramach mało efektywnych przedsięwzięć. Uniemożliwiają też zdrowym graczom konsolidację rynku.

Barierą dla procesu „kreatywnej destrukcji” jest dziś także rosnący nacjonalizm gospodarczy. Przejawia się on w różnorodnej formie, począwszy od politycznych nacisków na lokalne koncerny, aby nie przenosiły miejsc pracy do innych krajów (aby niejako subsydiowały je z bardziej rentownej aktywności gdzie indziej), aż po mniej lub bardziej jawne formy subsydiowania lokalnych firm przez sektor publiczny.

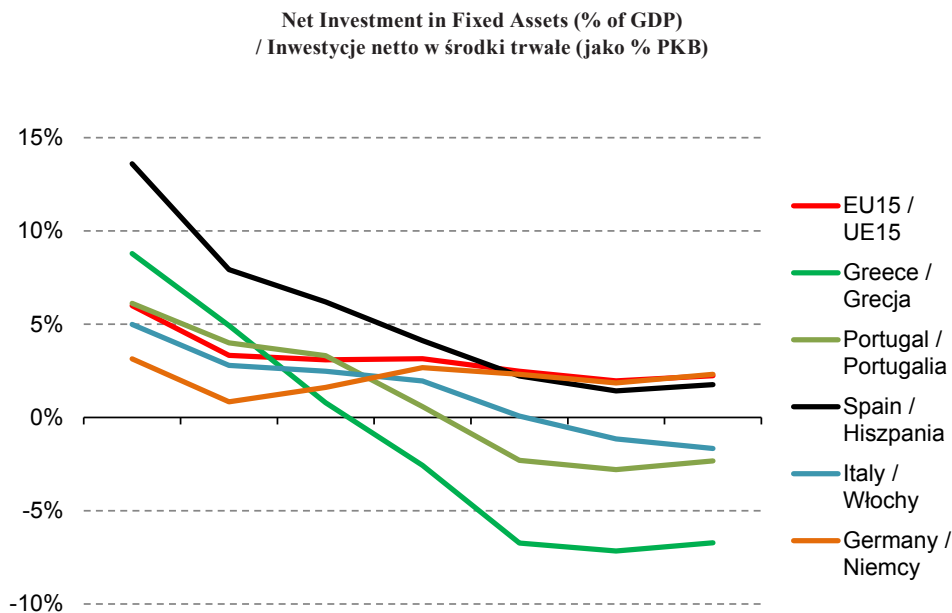
Wymuszona restrukturyzacja bilansów przebiega dziś na stosunkowo niewielką skalę. Podstawową barierą jest w tym względzie konieczność poniesienia określonego kosztu. W wielu przypadkach brak jest śmiałych decyzji o tym, kto te koszty miałby ponieść.

¹⁷ The spectrum of risks related to expansionary monetary policy is significantly broader. For example, even if in favorable conditions the authorities manage to stoke inflation, it may lead to the bursting of the bubble visible today on the bond market, with huge negative consequences for the financial system (and thus for the entire economy).

¹⁷ Paleta ryzyk związanych z ekspansywną polityką monetarną jest znacznie szersza. Np. nawet jeśli w sprzyjających okolicznościach uda się wywołać inflację, to może to doprowadzić do pęknięcia widocznej dziś bańki na rynku obligacji z olbrzymimi, negatywnymi konsekwencjami dla systemu finansowego (a tym samym całej gospodarki).

Figure 12: In certain countries, the level of investment today does not allow the maintenance of the asset base

Rys. 12. W niektórych krajach poziom inwestycji nie pozwala dziś na odtwarzanie istniejącego majątku



Source: Eurostat data

Źródło: dane Eurostatu

The current situation in the area of investment (and simultaneously in economic growth) is leading to many negative phenomena. In certain countries, the level of investment today doesn't allow the maintenance of the asset base (Figure 12), which has negative consequences for potential growth, particularly when we take into account negative demographic trends and the processes playing out on the labor market (a decline in the working-age population, a high level of long-term unemployment and youth unemployment, which threatens to erode qualifications). In this context, ever more estimates indicate¹⁸ that the EU15's potential rate of GDP growth today does not exceed 1%.

Obecna sytuacja w zakresie inwestycji (równocześnie wzrostu gospodarczego) prowadzi do wielu niekorzystnych zjawisk. W niektórych krajach poziom inwestycji nie pozwala dziś na odtwarzanie istniejącego majątku (rys.12), co ma negatywne konsekwencje dla potencjalnego wzrostu. Szczególnie biorąc pod uwagę niekorzystne trendy demograficzne oraz procesy zachodzące na rynku pracy (malejąca liczba osób w wieku produkcyjnym, wysoki poziom długotrwałego bezrobocia oraz bezrobocia wśród ludzi młodych, które grożą erozją kwalifikacji). W tym kontekście coraz liczniejsze szacunki wskazują¹⁸, że potencjalne tempo wzrostu PKB UE15 nie przekracza dziś 1%.

An important consequence of the drop in investment – accompanied by simultaneous growth in savings – is a change in the direction of capital flows, in particular growing export of capital by the Eurozone. Not finding attractive targets in the form of profitable projects in the zone, excess capital is today being engaged in other re-

Ważną konsekwencją spadku inwestycji – przy równoczesnym wzroście oszczędności – jest zmiana kierunku przepływów kapitałowych, w szczególności rosnący eksport kapitału przez strefę euro. Nie znajdując atrakcyjnych zastosowań w postaci rentownych projektów na terenie strefy, nadwyżkowy kapitał jest dziś angażowany w innych

¹⁸ European Commission forecasts, winter 2015; World Economic Outlook, IMF, April 2015; OECD Economic Outlook, November 2014.

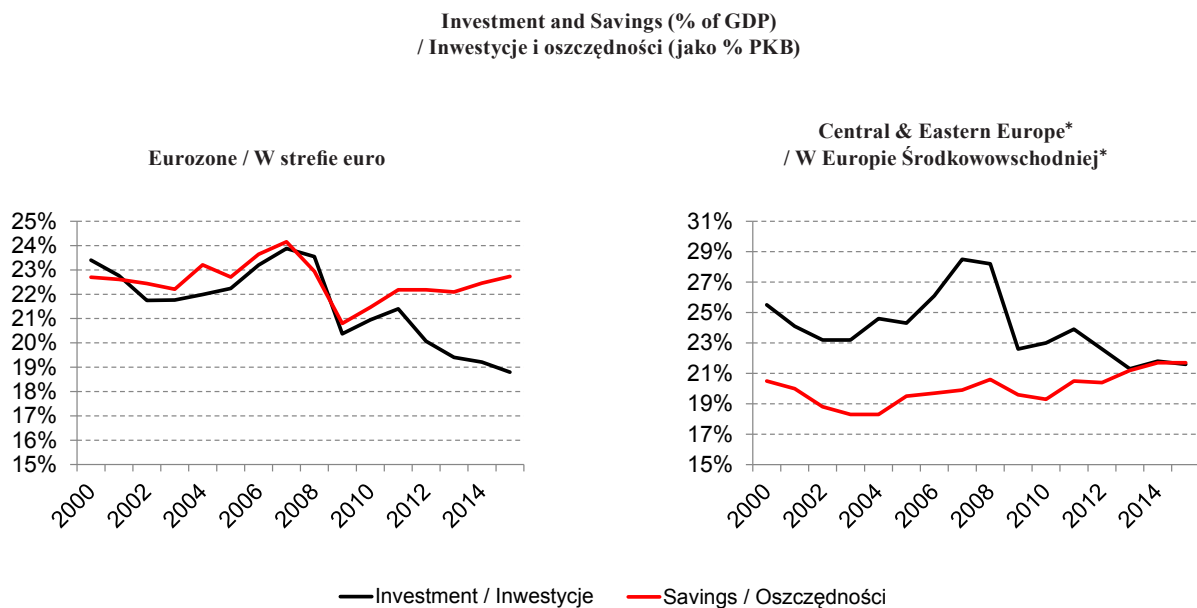
¹⁸ Prognozy Komisji Europejskiej, zima 2015; World Economic Outlook, MFW, kwiecień 2015; OECD Economic Outlook, listopad 2014.

gions of the world. It is to be expected that the countries of Central and Eastern Europe will be significant recipients of this capital – but this is not entirely true, because in recent years they have also experienced declines in investment and growth in savings, which has brought them onto a path of self-financing (Figure 13).

regionach świata. Można by oczekiwać, że znaczącym odbiorcą tego kapitału są kraje Europy Środkowo-Wschodniej, ale nie do końca tak jest. Również one bowiem doświadczyły w ostatnich latach spadku inwestycji i wzrostu oszczędności, co sprowadziło je na ścieżkę samofinansowania (rys.13).

Figure 13: Not finding productive applications, capital is exported from Europe

Rys. 13. Nie znajdując produktywnych zastosowań kapitał jest z Europy eksportowany



* For Central & Eastern European EU members

* Dla członków UE z Europy Środkowowschodniej

Source: Based on IMF data

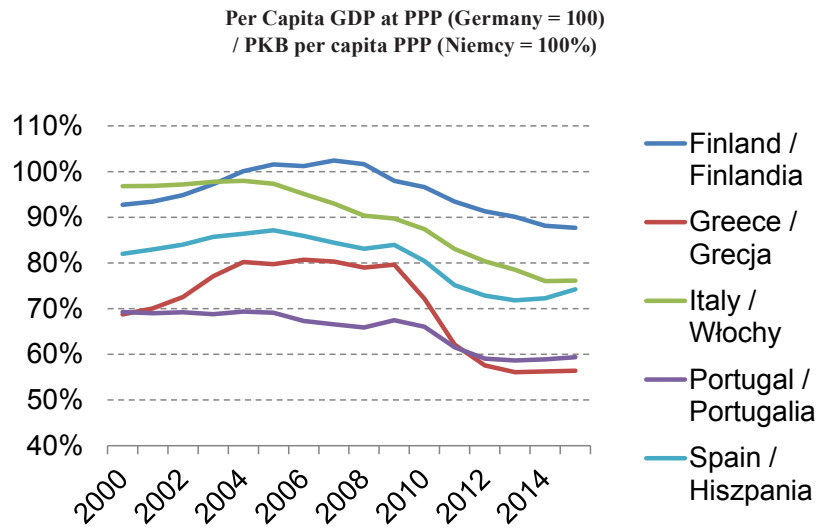
Źródło: na bazie danych MFW

Another important aspect of the post-crisis situation is divergence of incomes (Figure 14). This is a very dangerous process, as it calls into question the usefulness of the Eurozone, or even of the entire European Union. In this way it becomes a sort of catalyst and simulant of socio-political change, constituting a threat to the European project.

Kolejnym istotnym fenomenem pokryzysowej sytuacji jest dywergencja dochodów (rys.14). Jest to bardzo niebezpieczny proces, gdyż stawia pod znakiem zapytania „użyteczność” strefy euro, czy nawet całej Unii Europejskiej. Staje się w ten sposób niejako pożywką i stymulatorem zmian społeczno-politycznych, stanowiących zagrożenie dla unijnego projektu.

Figure 14: Income divergence calls into question the usefulness of the EU, becoming a catalyst for socio-political change

Rys. 14. Dywergencja dochodów stawia pod znakiem zapytania „użyteczność” Unii, stając się pożywką dla zmian społeczno-politycznych



Source: IMF data

Źródło: dane MFW

4. Conclusions

The conclusions that arise from analysis of the factors affecting the investment processes taking place in Western Europe appear to be the following:

- The main barrier to development is **the unaddressed legacy of improper allocation of resources** (mainly capital, but also labor);
- This has great influence on **decisions made at the micro level** (a higher propensity to save and/or the need to take out new debt in order to service old debt), which **on the macro level results in weak demand and low economic growth**;
- Because companies' investments as a rule are lagging (rather than leading) indicators, **the demand situation has a negative influence on the size of investment in the EU** (which is exacerbated by barriers to R&D investment at the level of particular countries);
- On top of all this is the additional question of **uncertainty**, which today, to a high degree, has a local, European character (Grexit, Brexit, etc.);
- It appears that in current conditions, **macroeconomic policy is incapable of dealing with the question of the legacy of the past**;
 - Monetary policy is ineffective in stoking inflation (while simultaneously hampering the mechanisms of creative destruction), and thus new risks are arising¹⁹ (in essence, reproducing the pattern from the past: generating low-productivity investment);
 - Expansionary fiscal policy, which is accompanied by further borrowing, has a limited (and short-term) effect on demand, while simultaneously contributing to growth in fears about the future (uncertainty);

¹⁹ In current conditions, the monetary policy currently being applied is a cure that may be worse than the disease.

4. Wnioski

Wnioski płynące z analizy czynników oddziałujących na procesy inwestycyjne zachodzące w Europie Zachodniej wydają się być następujące:

- 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 po to, by obsługiwać stare), które **na poziomie makro skutkują słabym popytem i niskim wzrostem gospodarczym**;
- Ponieważ inwestycje firm z reguły „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**, która ma dziś w dużej mierze lokalny – europejski – charakter („Grexit”, „Brexit” itd.);
- Wydaje się, że w obecnych uwarunkowaniach **polityka makroekonomiczna nie jest w stanie poradzić sobie z kwestią spuścizny przeszłości**;
 - Polityka monetarna jest nieskuteczna, jeśli chodzi o wywołanie inflacji (równocześnie utrudnia działanie mechanizmów „kreatywnej destrukcji”), a rodzi przy tym nowe ryzyka¹⁹ (ich istotą jest powielanie wzorca z przeszłości – generowanie inwestycji o niskiej produktywności);
 - Ekspansywna polityka fiskalna, której towarzyszy dalsze zadłużanie się, ma ograniczone (i krótkotrwałe) przełożenie na popyt, przyczyniając się równocześnie do wzrostu obaw o przyszłość (niepewność);

¹⁹ W obecnych uwarunkowaniach stosowana obecnie polityka monetarna przypomina w swej naturze rodzaj „lekarstwa”, które zanim uleczy może zabić.

- Europe's problems cannot be solved without **increasing the role of creative destruction and without planned restructuring of certain debts**. This may mean additional transitional costs (in the form of a negative effect on growth), but this should be short-lived;
- To protect against moral hazard at the national level, it may be necessary to **redefine membership in the eurozone (the EU)** – e.g. introducing a rule that failure to follow certain principles may result in a country being placed on a path to exit.
- Problemów Europy nie da się rozwiązać bez **zwiększenia roli „kreatywnej destrukcji” oraz bez planowej restrukturyzacji niektórych długów**. Może to oznaczać przejściowo dodatkowy koszt (w postaci negatywnego wpływu na wzrost), ale powinien być on krótkotrwały;
- Aby zabezpieczyć się przed efektem pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*) na poziomie krajów konieczne może być **nowe zdefiniowanie członkostwa w strefie euro (UE)** – np. wprowadzenie reguły, że nieprzestrzeganie określonych zasad może powodować skierowanie danego kraju na ścieżkę „wyjścia”.

It appears that today there is a lack of the determination and will necessary to settle the question of unproductive investments and excessive debts from the past. It is worth noting that the investment programs being forced through today within the framework of the EU (e.g. the so-called Juncker plan) are not particularly compliant with the above recommendations. While they may create a short-term impulse to invest, without a parallel addressing of the key challenges, they will not lead to a structural change of the situation of the European economy. What's more, if a side effect is further growth in public-sector indebtedness, the net mid-term effect of this type of action may even be negative.²⁰

Wydaje się, że obecnie brak jest determinacji i woli niezbędnych do rozwiązania kwestii nieproduktywnych inwestycji i nadmiernych długów z przeszłości. Warto zauważyć, że forsowane dziś w ramach Unii programy inwestycyjne (np. tzw. plan Junckera) niezbyt przystają do powyższych rekomendacji. Mogą one wprawdzie wywołać krótkotrwały impuls inwestycyjny, ale bez równoległego zmierzania się z kluczowymi wyzwaniami nie doprowadzą do strukturalnej zmiany sytuacji europejskiej gospodarki. Co więcej, jeśli ich poboczną konsekwencją będzie dalszy wzrost zadłużenia sektora publicznego, to średnioterminowy efekt netto tego typu działań może być nawet negatywny²⁰.

²⁰ This will happen if the private sector responds to these actions by an adjustment in the form of further limitations of its own expenditures. Here the example of Japan, where investment programs of this type have been introduced many times, is instructive.

²⁰ Stanie się tak, jeśli sektor prywatny odpowie na te działania dostosowaniem w postaci dalszego ograniczenia swoich własnych wydatków. W tym względzie pouczający jest przykład Japonii, gdzie tego typu programy inwestycyjne były już wdrażane wielokrotnie.

The list of previous PBR-CASE / BRE Bank – CASE and mBank – CASE Seminar Proceedings

Lista Zeszytów PBR-CASE / BRE Bank – CASE i mBank – CASE

Previous editions are available at

<http://www.case-research.eu/en/publications/list?series=48>

Poprzednie edycje dostępne pod adresem

<http://www.case-research.eu/pl/publications/list?series=48>

1. Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989–1992
2. Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3. Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4. Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5. Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6. Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7. Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8. Gospodarka Polski w latach 1990–92. Pomiar a rzeczywistość
9. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10. Wycena ryzyka finansowego
11. Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12. Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13. Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce – stan obecny i perspektywy
14. Etyka biznesu
15. Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17. Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18. Dług publiczny
19. Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20. Obrót wierzytelnościami
21. Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22. Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23. Sanacja banków
24. Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25. Finansowanie projektów ekologicznych
26. Instrumenty dłużne na polskim rynku
27. Obligacje gmin
28. Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów. Wydanie specjalne: Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29. Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego

30. Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31. Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32. Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33. (nie ukazała się / was not published)
34. Rynek inwestycji energooszczędnych
35. Globalizacja rynków finansowych
36. Kryzysy na rynkach finansowych skutki dla gospodarki polskiej
37. Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38. Docelowy model bankowości spółdzielczej
39. Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40. Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41. Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42. Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43. Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44. Kiedy koniec złotego?
45. Fuzje i przejęcia bankowe
46. Budżet 2000
47. Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48. Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49. Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50. Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52. Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53. Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54. Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55. Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56. Czy warto liczyć inflację bazową?
57. Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58. Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59. Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59. (a) Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60. (nie ukazała się / was not published)
61. Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62. Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63. Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64. Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65. Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy

66. Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67. Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68. Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69. Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70. Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71. Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72. Reforma procesu stanowienia prawa
73. Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74. Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75. Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76. Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77. Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78. Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79. Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80. Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81. Absorpcja funduszy strukturalnych
82. Sekurytyzacja aktywów bankowych
83. Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84. Obligacje komunalne w Polsce
85. Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86. Ryzyko inwestycyjne Polski
87. Elastyczność i sprawność rynku pracy
88. Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej Szansa czy konkurencja dla Polski?
89. Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90. SEPA – bankowa rewolucja
91. Energetyka–polityka–ekonomia
92. Ryzyko rynku nieruchomości
93. Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94. Reforma finansów publicznych w Polsce
95. Inflacja – czy mamy nowy problem?
96. Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97. Stan finansów ochrony zdrowia
98. NUK – Nowa Umowa Kapitałowa
99. Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100. Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101. Działalność antykryzysowa banków centralnych
102. Jak z powodzeniem wejść do strefy euro

103. Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104. Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105. Credit crunch w Polsce?
106. System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109. Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110. Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
111. Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia
112. Gospodarka nisko emisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113. Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114. Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115. Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia
116. Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie
117. Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013
118. Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego
119. Kondycja banków w Europie i Polsce. Czy problemy finansowe inwestorów strategicznych wpłyną na zaostrzenie polityki kredytowej w spółkach–córkach w Polsce
120. Zmiany regulacji a rozwój sektora bankowego
121. Scenariusze energetyczne dla Polski mBank – CASE Seminar Proceedings No. 130 / Zeszyt mBank – CASE Nr 130 39
122. Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro
123. Unia bankowa – skutki dla UE, strefy euro i dla Polski
124. Procedura restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku doświadczenia światowe, rozwiązania dla UE i dla Polski
125. Ład korporacyjny w bankach po kryzysie
126. Sektor bankowy w Europie. Co zmienił kryzys?
127. Austerity Revisited, czyli ponownie o zacieśnieniu fiskalnym
128. Polityczne korzenie kryzysów bankowych i ograniczonej akcji kredytowej
129. Długofalowe skutki polityki niskich stop i poluzowania polityki pieniężnej
130. Kryzysy finansowe w ujęciu historycznym i co z nich dla nas wynika / Lessons learned for monetary policy from the recent crisis
131. Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej: czego banki centralne nie uwzględniają w swoich modelach? / The effects of unconventional monetary policy: what do central banks not include in their models?
132. Czy w Europie jest za dużo banków? / Is Europe Overbanked?
133. Transformacja gospodarcza w Polsce w perspektywie porównawczej / The Polish Transition in a Comparative Perspective
134. Jak kształtowała się konkurencja w sektorze bankowym w Polsce i w Europie przed kryzysem i w okresie kryzysu / On Competition in the Banking Sector in Poland and Europe Before and During the Crisis
135. Ćwierć wieku ukraińskich reform: za mało, za późno i zbyt wolno / A quarter century of economic reforms in Ukraine: too late, too slow, too little
136. Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce: aktualny stan, problemy, perspektywy rozwoju / Corporate debt securities market in Poland: state of art, problems, and prospects for development

137. Unia Bankowa – gdzie jesteśmy / The Banking Union: State of Art
138. Bezpośrednie i pośrednie obciążenia polskich banków AD 2015. Próba inwentaryzacji i pomiaru niektórych z nich / New publication: An assessment of direct and indirect liabilities of Polish banks AD 2015
140. Stan i perspektywy rozwoju rynku funduszy private equity w Polsce / The condition of and prospects for the private equity funds market in Poland
141. Co dalej z systemem Euro? / Rethinking the Euro system (w przygotowaniu)
142. Problem nieściągalności VAT w Polsce pod lupą / VAT non-compliance in Poland under scrutiny
143. Polityka gospodarcza i rozwój sytuacji makroekonomicznej na Węgrzech, 2010–2015 / Economic policy and macroeconomic developments in Hungary, 2010–2015