

# EUROPEJSKIE PRZEDSIĘBIORSTWA W OBLICZU NIEPEWNOŚCI GROMADZĄ ŚRODKI PIENIĘŻNE

## LUDOVIC SUBRAN

Główny Ekonomista  
ludovic.subran@allianz.com

## ANA BOATA

Szef Badań Makroekonomicznych  
ana.boata@eulerhermes.com

## ERIC BARTHALON

Szef Badań Rynków Kapitałowych  
eric.barthalon@allianz.com

## ARNE HOLZHAUSEN

Szef Badań Trendów Ubezpieczeń i  
Zamożności  
arne.holzhausen@allianz.com

## MAXIME LEMERLE

Szef Badań Sektorów i Upadłości  
maxime.lemerle@eulerhermes.com

**Euler Hermes i Allianz szacują, że na koniec I poł. 2020 r. oszczędności netto przedsiębiorstw niefinansowych UE, tj. środki pieniężne z działalności operacyjnej, zwiększą się dwukrotnie do ponad 700 mld EUR, czyli więcej niż 4,5% PKB.** W czasach kryzysów przychody przedsiębiorstw spadają, ale występują również znaczące cięcia w planach inwestycyjnych, niższe koszty wynagrodzeń, niższe podatki i cięcia dywidend. Wszystkie te czynniki umożliwiają przedsiębiorstwom niefinansowym zwiększyć oszczędności netto, które nazywamy środkami pieniężnymi z działalności operacyjnej. W kryzysie związanym z Covid-19 zauważamy, że przedsiębiorstwa robią dokładnie to samo.

W I poł. 2020 r. systemy częściowych zasiłków zapobiegających wzrostowi bezrobocia w większości krajów UE zdołały uchronić EBITDA przedsiębiorstw przed znacznie silniejszym spadkiem, biorąc pod uwagę, że szacuje się, iż ich dochody mierzone wartością dodaną brutto spadły średnio o -13%. Eksperci Euler Hermes i Allianz spodziewają się, że EBITDA straci -13% w II kw. po okresie stabilności w I kw. Niższe ceny ropy naftowej również pomogły przedsiębiorstwom zredukować ich konsumpcję pośrednią i ochronić ich EBITDA. Ponadto, niższe płatności z tytułu podatków, szacowane na -30% w porównaniu do końca 2019 r., pozwoliły przedsiębiorstwom poprawić ich dochód brutto do dyspozycji lub oszczędności brutto o +30% tj. około 360 mld EUR, do 1,5 bln EUR w I poł. 2020 r. (zob. Rysunek 1). Dlatego też można oczekiwać, że w I poł. 2020 r. oszczędności netto, tj. oszczędności brutto minus amortyzacja kapitałowa lub środki pieniężne z działalności operacyjnej zwiększą się dwukrotnie, do ponad 700 mld EUR. Dla porównania, w 2009 r., oszczędności netto zwiększyły się o +25% do 160 mld EUR w UE (zob. Rysunek 2).

Od marca 2020 r. nie tylko wspomniane zewnętrzne czynniki sprzyjały gromadzeniu środków, ale przedsiębiorstwa niefinansowe UE również z własnej inicjatywy pospiesznie kumulowały środki pieniężne jako zabezpieczenie przed niepewnością. Zachętą do gromadzenia gotówki było ponad 1 bln EUR gwarancji publicznych wprowadzonych przez rząd europejskie w celu ożywienia pożyczek bankowych dla przedsiębiorstw i uniknięcia kryzysu związanego z płynnością (zob. Rysunek 3). W kwietniu wzrost pożyczek dla przedsiębiorstw osiągnął najwyższy poziom od 2009 r., tj. +6.6% r./r. (wzrost o 73 mld EUR w kwietniu po 121 mld EUR w

marcu). We Francji, ogólna kwota pożyczek gwarantowanych przez państwo przekroczyła pożyczki udzielane przez inne kraje europejskie. Oczekuje się, że do września osiągną one wartość 120 mld EUR z bieżących 85 mld EUR (i z gwarancji ogółem 300 mld EUR). Relatywnie niski szacunek wskaźnika niedotrzymania przez kredytobiorców zobowiązań, wynoszący od 5% do 10% w ciągu kolejnych trzech do czterech lat może sugerować, że duża część tych pożyczek to środki ostrożności związane z potencjalnym ryzykiem utraty płynności (a nie środki na inwestycje).

**Nadwyżka środków pieniężnych – tj. oszczędności netto plus nowe pożyczki bankowe dla przedsiębiorstw niefinansowych minus inwestycje trwale brutto – zwiększyła się w 2009 r. i od tego czasu tylko nieznacznie malała. To konsekwencja wolnego wzrostu popytu krajowego, ale również dowód ostrożności przedsiębiorstw niefinansowych.** Niższe ceny surowców, niższe podatki od osób prawnych i wolny wzrost wynagrodzeń od 2009 r. umożliwiły przedsiębiorstwom niefinansowym UE zachować relatywnie wysokie oszczędności netto w ciągu ostatnich lat (zob. Rysunek 4). Ponadto, przedsiębiorstwa korzystały z bardzo akomodacyjnej polityki pieniężnej. Umożliwiło to im zwiększenie zaciągniętych pożyczek bankowych, zwłaszcza od 2015 r., gdy EBC wdrożył swój program luzowania ilościowego (zob. Rysunek 3).

W momencie, gdy połączymy oba elementy – tj. oszczędności netto i nowe pożyczki bankowe, ale odejmiemy inwestycje trwale brutto – otrzymamy to, co moglibyśmy nazwać nadwyżką środków pieniężnych – przedsiębiorstwa niefinansowe, przede wszystkim niemieckie, zbudowały znaczne bufory gotówkowe w swoich bilansach (zob. Rysunek 5). W ciągu ostatnich kilku lat, akumulacja świeżej gotówki przez przedsiębiorstwa niefinansowe, wraz ze wzrostem oszczędności gospodarstw domowych i spadkiem obrotu pieniężnego mierzonego jako wzrost M2 w stosunku do wzrostu PKB, budzi nasze obawy o to, że takie „chomikowanie” środków pieniężnych w sektorze prywatnym w UE staje się chorobą endemiczną. Jako forma samozabezpieczenia przed zakłóceniami w dochodach, odzwierciedla niską ufność w przyszły wzrost i stanowi ważny przyczynek do wyjaśnienia przytłumionej działalności inwestycyjnej w ciągu ostatnich kilku lat. Niestety, chomikowanie środków pieniężnych może potencjalnie prowadzić także do opóźnień w płatnościach i pewnej liczby upadłości przedsiębiorstw.

**W II poł. 2020 r. ekonomiści Euler Hermes i Allianz spodziewają się, że oszczędności netto przedsiębiorstw będą ulegały pewnej redukcji wraz z wycofaniem wsparcia państwowego i wyższymi kosztami stałymi, ale nadal pozostaną powyżej średniej z 2019 r., na poziomie 280 mld EUR (+180 mld EUR lub 1,2% PKB UE).** Poprawa w pozycjach środków pieniężnych wraz z bardzo akomodacyjną polityką pieniężną również w 2021 r. powinny umożliwić przedsiębiorstwom zwiększenie płynności en bloc. Dlatego przedsiębiorstwa powinny być w stanie zwiększyć swoje inwestycje w fazie ożywienia gospodarczego. Wzrosty oszczędności netto w 2020 r. są najwyższe we Włoszech, Zjednoczonym Królestwie i Francji (zob. Rysunek 4). Szczególnie pod uwagę jako cel inwestycji będą brane cyfryzacja procesów produkcji, dostosowanie łańcuchów wartości, a także poprawa dystrybucji. Jednak będzie do zależało od wzrostu zaufania w stałość ożywienia w Europie.

**Decyzje dotyczące polityki (gospodarczej) w ciągu następnych kilku miesięcy będą więc miały żywotne znaczenie, o większej wadze niż zwykle.** Publiczne wsparcie w obniżaniu kosztów stałych przedsiębiorstw (niższe składki społeczne, niższe podatki od osób prawnych i/lub zachęty fiskalne do inwestowania) będzie kluczowe, w przeciwnym razie przedsiębiorstwa mogą skoncentrować się na ochronie przepływu swoich środków pieniężnych, co może również oznaczać zwolnienia w celu redukcji kosztów powiązanych z wynagrodzeniami. To mogłoby zredukować przyszłe inwestycje i/lub wypłaty dywidendy, zwiększając ryzyko fiaska ożywienia gospodarczego, niweczając osiągnięcie poziomu sprzed kryzysu. Rozszerzenie systemów pożyczkowych gwarantowanych przez państwo na I poł. 2021 r. również mogłoby być wsparciem dla przyszłych inwestycji przedsiębiorstw.

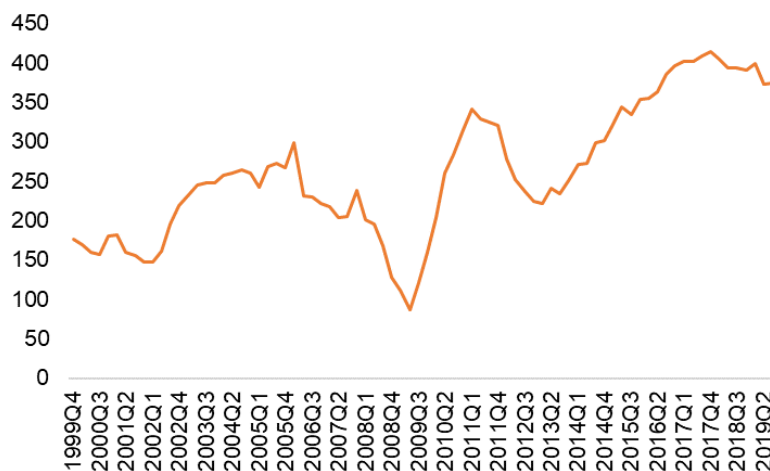
Rysunek 1 – Szacunki rachunków przedsiębiorstw niefinansowych według kwartałów

	2000-08	2009	2010-18	2019	I kw. 2020	II kw. 2020	III kw. 2020	IV kw. 2020	2020
Wartość dodana brutto	4%	-7%	3%	4%	-5%	-20%	5%	15%	-10%
Wynagrodzenia pracowników	4%	-5%	3%	4%	-10%	-30%	20%	30%	-6%
Nadwyżka operacyjna brutto (zmiana EBITDA)	5%	-10%	3%	3%	0%	-13%	-14%	-12%	-15%
Bieżące podatki od dochodu, podatki majątkowe itd.	6%	-32%	4%	3%	-20%	-50%	20%	40%	-24%
Oszczędności brutto (mld EUR)	1207	1310	1691	1996	792	713	595	494	2594
Oszczędności netto (środki pieniężne z działalności operacyjnej, mld EUR)	212	160	320	399	386	327	201	81	995

Źródła: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Research

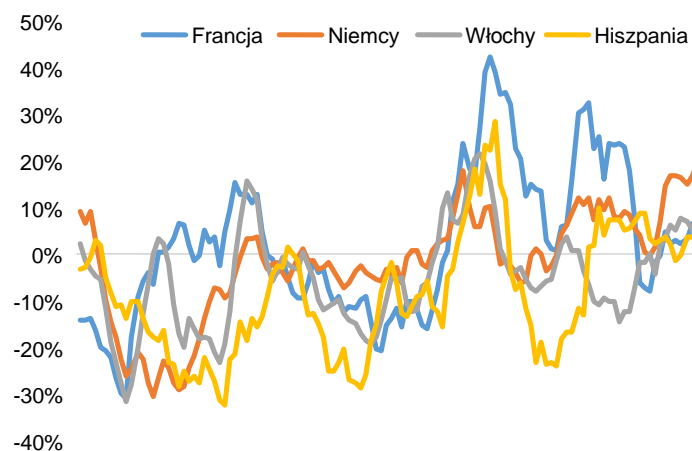
Definicje: 1/ Sprzedaż – konsumpcja pośrednia = wartość dodana brutto – wynagrodzenia pracowników – wypłacone odsetki netto – wypłacona dywidenda netto – podatki = oszczędności korporacyjne (lub oszczędności brutto) = inwestycje + amortyzacja netto papierów wartościowych + nabycie netto papierów wartościowych + wzrost netto depozytów bankowych; 2/ Oszczędności netto = oszczędności brutto – zużycie środków trwałych (capex)

Rysunek 2 – Oszczędności netto przedsiębiorstw niefinansowych UE, mld EUR, suma IV kw.



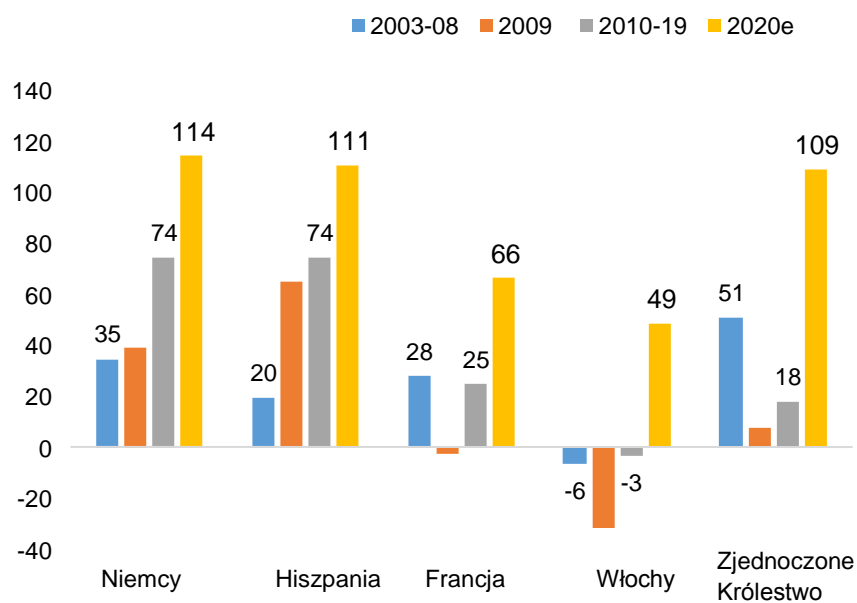
Źródła: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Research

Rysunek 3 – Nowe pożyczki bankowe dla przedsiębiorstw niefinansowych, r./r.



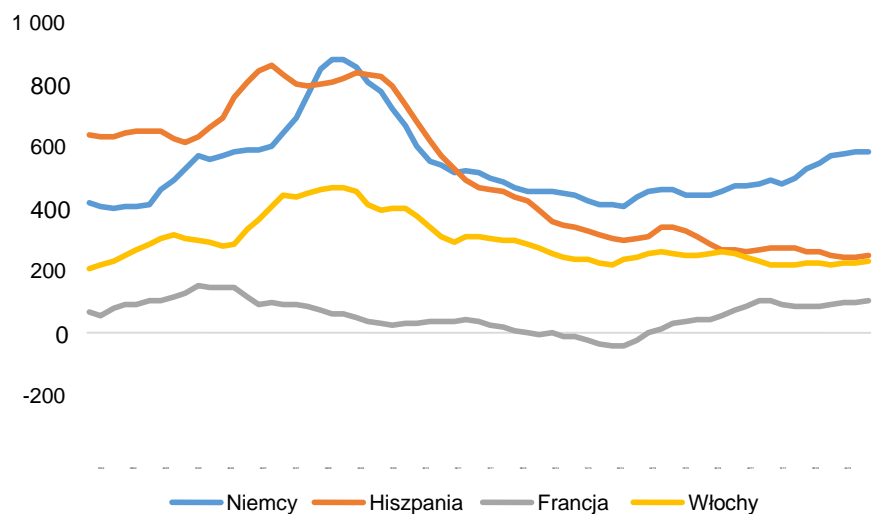
Źródła: ECB, Euler Hermes, Allianz Research

Rysunek 4 – Roczne oszczędności netto według krajów, mld EUR



Źródła: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Research

Rysunek 5 – Oszacowanie nadwyżki środków pieniężnych przedsiębiorstw niefinansowych, tj. oszczędności netto + nowe pożyczki bankowe – inwestycje trwale brutto (mld EUR)



Źródła: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Research

Niniejsze oceny, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

#### UWAGA DOTYCZĄCA STWIERDZEŃ WYBIEGAJĄCYCH W PRZYSZŁOŚĆ

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą zawierać perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań oraz innego rodzaju stwierdzenia wybiegające w przyszłość, oparte na aktualnych opiniach i założeniach kierownictwa firmy, obejmujących znane i nieznanne czynniki ryzyka oraz niepewności. Rzeczywiste wyniki, rezultaty lub zdarzenia mogą w istotnym zakresie odbiegać od wyrażanych lub przewidywanych w takich stwierdzeniach, między innymi z powodu: (i) zmian ogólnych warunków ekonomicznych i sytuacji konkurencyjnej, w tym w szczególności warunków ekonomicznych i sytuacji konkurencyjnej w kluczowych sektorach działalności Grupy Allianz oraz na kluczowych dla niej rynkach, (ii) wyników osiąganych na rynkach finansowych, również ze względu na niestabilność i płynność rynku oraz zdarzenia związane z kredytami, (iii) częstotliwości oraz zakresu zdarzeń objętych ochroną ubezpieczeniową, w tym zdarzeń powodowanych przez klęski żywiołowe oraz wiążących się ze wzrostem wydatków na likwidację szkód, (iv) poziomów i tendencji śmiertelności i chorobliwości, (v) poziomu powtarzalności zdarzeń, (vi) w szczególności w działalności bankowej, skali ryzyka kredytowego, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów wymiany walut, w tym m.in. kursu wymiany EUR/USD, (ix) zmian przepisów prawa i regulacji, w tym regulacji podatkowych, (x) wpływu przejęć spółek, w tym także kwestii związanych z integracją, i środkami reorganizacji, oraz (xi) ogólnych czynników związanych z konkurencją na szczeblu lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub mogą one przyjmować bardziej wyraźną postać na skutek działań terrorystycznych i ich konsekwencji.