

NIEMIECKO-FRANCUSKI BALON PRÓBNY UNII FISKALNEJ

22 maja 2020 r.

LUDOVIC SUBRAN

Główny Ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

KATHARINA UTERMÖHL, CFA

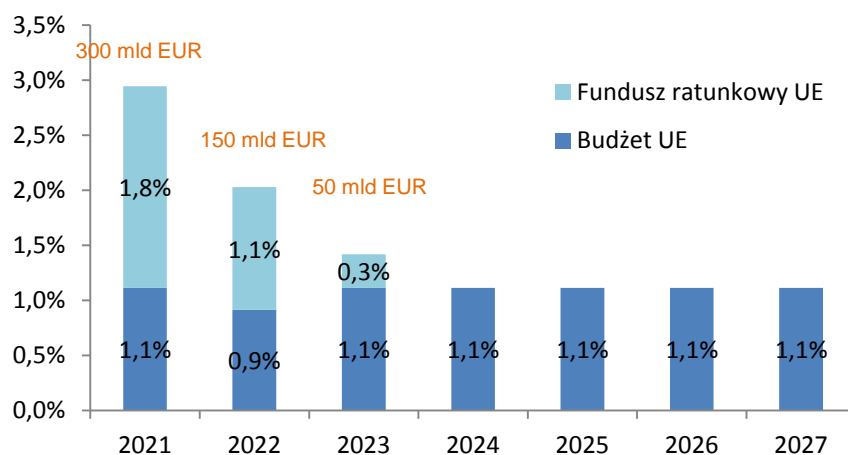
Starszy Ekonomista
katharina.uterhoehl@allianz.com

PATRICK KRIZAN

Starszy Ekonomista
patrick.krizan@allianz.com

18 maja niemiecka kanclerz Angela Merkel i francuski prezydent Emmanuel Macron zaproponowali utworzenie jednorazowego silnego funduszu odbudowy w wysokości 500 mld euro (3,6% PKB UE w 2019 r.) z przeznaczeniem na pomoc tym gospodarkom, które najbardziej zostały dotknięte pandemią Covid-19. Plan przewiduje emisję przez Komisję Europejską obligacji na rynkach kapitałowych, gwarantowanych przez wiążący plan spłaty w oparciu o budżet UE. Podczas gdy krajowe wkłady do funduszu byłyby dyktowane przez znaczenie gospodarcze państwa członkowskiego, wsparcie finansowe wypłacane przez fundusz regionom i sektorom – co ważne, w formie dotacji a nie pożyczek – byłoby określane przez potrzebę, tj. negatywny wpływ kryzysu Covid-19.

Wykres 1 – Wydatki UE w ramach funduszu ratunkowego UE w początkowym okresie (% DNB)



Źródła: Refinitiv, Allianz Research/Euler Hermes

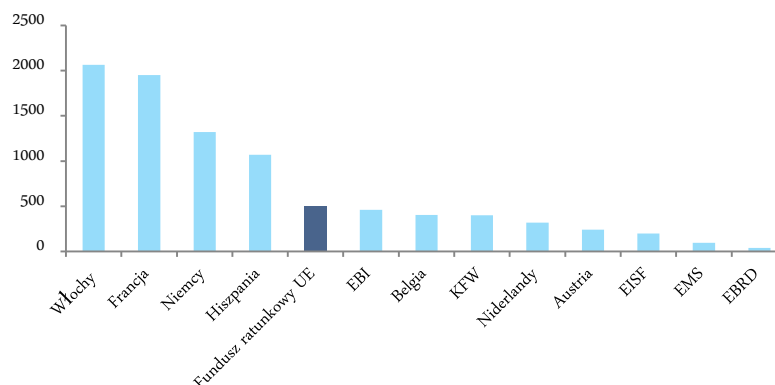
Ta pierwsza próba unii transferowej może sprawić wrażenie, że wypłaty netto są małe dla, powiedzmy, Włoch, ale w warstwie symbolicznej ma to duże znaczenie. W oparciu o szybkie wyliczenie na podstawie nominalnego PKB w 2019 r. jako podstawy wypłaty każdego kraju UE i jako klucza wypłaty w przypadku Covid-19 eksperci Allianz i Euler Hermes zauważają, że Włochy otrzymałyby 20% funduszu ratunkowego UE, co byłoby równoznaczne z wypłatą netto w wysokości tylko około 2% włoskiego PKB, rozłożoną ponadto

w ciągu kilku lat (najprawdopodobniej w ciągu trzech jako efekt dążeń do przyspieszenia wsparcia finansowego – zob. Wykres 1). Składka Włoch oparta na wielkości ich gospodarki stanowi blisko 13% całego funduszu ratunkowego, stąd Włochy musiałyby otrzymać co najmniej tę kwotę z powrotem, aby osiągnąć próg rentowności – bez względu na oszczędności w zakresie kosztów obsługi zadłużenia, które oczywiście są również znaczące. Ponadto, te kwoty nie będą wystarczające, bowiem we Włoszech spodziewane skutki gospodarcze związane z kryzysem Covid-19 prawdopodobnie obejmą spadek PKB o 11,4% w 2020 r. i wzrost długu publicznego do 169% PKB. Symbolika funduszu ratunkowego UE wciąż więc przeważa nad jego bieżącym wpływem ekonomicznym. Co interesujące, w tym wyliczeniu, Grecja, Polska, Austria i Niemcy – w tej kolejności – stałyby się kluczowymi płatnikami składek netto. Paradoksalnie, mając na uwadze dotkliwy wpływ Covid-19 na gospodarkę, Zjednoczone Królestwo prawdopodobnie stałoby się beneficjentem netto funduszu ratunkowego UE, gdyby nie brexit.

W opinii ekonomistów Allianz i Euler Hermes, niemiecko-francuska propozycja ma jednak historyczne znaczenie i powinna być rozumiana jako balon próbny w prawie euroobligacji, z Niemcami dokonującymi wielkiego „aktu wiary”. Jeżeli kraje-beneficjenci wykorzystają fundusz do podniesienia potencjału wzrostu swoich gospodarek, może to otworzyć drzwi do dalszych kroków w kierunku realnej unii fiskalnej, ponieważ można oczekiwać, że państwa członkowskie podążą za rozsądną polityką gospodarczą i ambitnym programem reform. W tym kontekście, odniesienie propozycji do minimalnej efektywnej stawki podatku, a także sprawiedliwego opodatkowania gospodarki cyfrowej (ta ostatnia być może podniesie wpływy UE z podatków w przyszłości), podkreśla ambicję niemiecko-francuskiego tandemu podjęcia dalszych działań związanych z integracją fiskalną.

Utworzenie funduszu mogłoby również być w formie załączkowej początkiem europejskiej agencji ds. zadłużenia. Mało powszechna jest świadomość, że Komisja UE już od kilku lat emituje wspólny dług – ale niewątpliwie nie w tej skali. Z wielkością niespłaconego zadłużenia rządu 500 mld euro, fundusz ratunkowy UE stałby się piątym co do wielkości emitentem w ramach (quasi-) rządowego segmentu euro, nieco większym niż Europejski Bank Inwestycyjny.

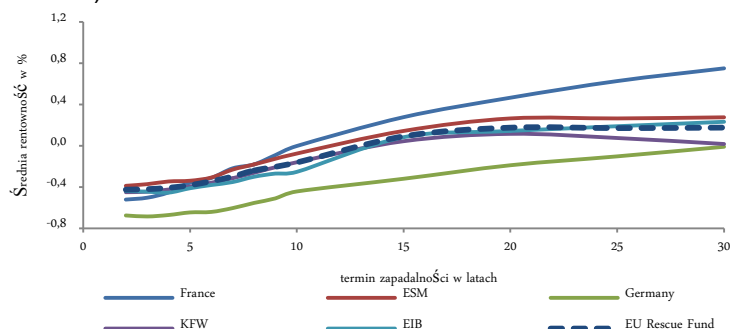
Wykres 2 – Niespłacone zadłużenie (w mld EUR)



Źródła: Bloomberg, Allianz Research/Euler Hermes

To byłyby wystarczające do uformowania płynnej krzywej referencyjnej strefy euro. Czyli tego, czego na przykład europejski mechanizm stabilności (ESM) nie zdołał dotychczas zrobić. Krzywa ta może wówczas również służyć jako alternatywna krzywa odniesienia dla rynku euroobligacji. Zakładając, że funduszowi ratunkowemu zostanie przypisany obecny rating AAA Komisji UE, można się spodziewać, że fundusz ratunkowy UE będzie w stanie się zrefinansować nieco powyżej Niemiec, blisko EBI i KFW (oba AAA).

Wykres 3: Średnia rentowność (w %) względem termin zapadalności (w latach)



Źródła: Bloomberg, Allianz Research/Euler Hermes

Należy preferować ultradługoterminowe finansowanie za pomocą obligacji niż obligacji wieczystych (lub wieczystych obligacji państwowych). Gdy dochodzimy do kwestii, czy fundusz powinien być częściowo finansowany również za pomocą obligacji wieczystych, to ekonomiści Allianz i Euler Hermes są zdania, iż byłaby to ryzykowna strategia. Po pierwsze, obligacje wieczyste mogą nie spełniać kryteriów kwalifikowalności EBC. Ponadto popyt na obligacje wieczyste jest zwykle ograniczony, ponieważ bilans ryzyka dla inwestora przechyla się na jego niekorzyść ze względu na fakt, że inwestycja może zostać odzyskana tylko, jeżeli obligacja zostanie sprzedana na rynku wtórnym lub wykupiona. Wieczyste obligacje państwowe nie istnieją obecnie w strefie euro. Nie jest więc pewne, czy wzbudziłyby zainteresowanie. Akceptacja rynku stałaby więc pod znakiem zapytania. Nieudana emisja byłaby katastrofalnym sygnałem dla UE i stabilności finansowej strefy euro oraz mogłaby zniszczyć znaczną część pozytywnego nastawienia do utworzenia funduszu. Jeżeli naprawdę chce się zastosować ultradługie terminy zapadalności (z racji międzypokoleniowej sprawiedliwości lub z innych powodów – chociaż EBC może kupować dłuży z terminami wymagalności do 30 lat), należy raczej dążyć do emisji w segmencie 50-100 lat. Wcześniejsze emisje obligacji o ultradługich terminach zapadalności (np. Austria 70 lat i 100 lat) cieszyły się dużym zainteresowaniem wśród inwestorów, którzy albo starają się pokryć swoje długoterminowe zobowiązania, albo chcą wykorzystać je jako nie pochodne instrumenty spekulacyjne o wysokim wskaźniku beta w zakresie ryzyka stopy procentowej. Obecnie niespłacone obligacje o terminach zapadalności +50 lat mają wartość tylko 13 mld euro. Ten segment rynku z pewnością ma większą zdolność absorpcyjną.

Struktura finansowania wyznaczy kierunek dla przyszłości funduszu ratunkowego UE. Jeżeli będzie na dużą skalę finansowany za pomocą ultradługoterminowych obligacji, prawdopodobne jest, że pozostanie w formie załączkowej i stanie się po prostu kolejnym

graczem na już wysoce podzielonym rynku europejskich obligacji (quasi-)rządowych. Jeżeli zostanie wybrane bardziej elastyczne i zróżnicowane podejście do finansowania, może stać się aktywnym graczem rynkowym z możliwością przyczynienia się do harmonizacji rynku.

Ogłoszenie planu jest więc czymś znacznie bardziej istotnym, niż tylko proponowany fundusz ratunkowy. W rzeczy samej, w swoim oświadczeniu, niemiecko-francuska para przedkłada kilka ambitnych projektów dla Unii Europejskiej. Takie dostosowanie planów i ambicji – zwłaszcza w czasach tłumionych napięć rynkowych – jest krzepiące. Należy się spodziewać, że proponowane pomysły odegrają znaczącą rolę w nadchodzącej prezydencji Niemiec w UE i poza nią. Obok poszukiwania większych kompetencji w dziedzinie polityki zdrowotnej propozycja stanowi precyzyjnie wyważony kompromis pomiędzy realizacją ambitnej strategii przemysłowej i pozostaniem mistrzem otwartych rynków i wolnego (ale uczciwego) handlu, walcząc ze zmianami klimatycznymi i opowiadając się za większą sprawiedliwością społeczną, odgrywającą kluczową rolę w wychodzeniu z kryzysu z powodu Covid-19. „Mapy drogowe ekologicznej naprawy gospodarczej” według sektorów, cele w zakresie wyższych redukcji emisji powiązane z działaniami i minimalne ceny emisji dwutlenku węgla w ramach systemu handlem emisjami UE są częścią szerszego dążenia, potwierdzającego zaangażowanie Europy w ekologizację ożywienia gospodarczego. W odniesieniu do przyspieszenia transformacji cyfrowej propozycja obejmuje rozwój 5G i wzmocnienie bezpieczeństwa cybernetycznego, a także ustanowienie ram umożliwiających rozwój sztucznej inteligencji (AI), oraz uczciwe regulacje dla platform cyfrowych. W zakresie ambicji dotyczących podniesienia ekonomicznej i przemysłowej odporności i suwerenności UE oraz wzmocnienia jednolitego rynku do priorytetów należą: wspieranie dywersyfikacji łańcuchów dostaw, rozwijanie mechanizmu antysubwencyjnego, zapewnienie efektywnej wzajemności zamówień publicznych z krajami trzecimi, ustanowienie skutecznego badania wstępnego inwestycji spoza UE, zachęcanie do (re)lokacji inwestycji do UE, modernizacja polityki konkurencji, zakończenie tworzenia cyfrowego, energetycznego i kapitałowego rynku UE, wzmocnienie konwergencji społecznej i przyspieszenie dyskusji w sprawie ram UE dla minimalnego wynagrodzenia za pracę – dostosowanego do sytuacji krajowej.

Trudności w poszczególnych krajach i na arenie międzynarodowej – należy obserwować reakcje Rady UE. Po przedstawieniu propozycji przez Merkel i Macrona ruch należy do pozostałych 25 członków UE. Zasadnicze znaczeniu dla zagwarantowania, że fundusz będzie w stanie zapewnić ożywienie gospodarcze w Europie, wystarczający „wiatr w plecy”, jest czas – niezbędne jest szybkie porozumienie. Podczas gdy Włochy i Hiszpania wyraziły już swoje wsparcie dla funduszu ratunkowego, Austria wraz z Holandią, Danią i Szwecją odniosły się do propozycji z rezerwą podkreślając, że jakakolwiek pomoc finansowa powinna mieć formę pożyczki. Jednocześnie wschodnioeuropejskie państwa członkowskie UE również prawdopodobnie pozostaną ostrożne w obawie, że dodatkowe obciążenie nałożone na budżet UE może zmniejszyć dostępne fundusze strukturalne niezwiązane z Covid-19. Dlatego ekonomiści Allianz i Euler Hermes wskazują, i z nie można

dać się ponieść nadmiernemu entuzjazmowi, ponieważ istnieje poważne ryzyko, że propozycję trzeba będzie złagodzić, aby była do przyjęcia dla bardziej sceptycznych państw członkowskich. Być może klucz podziału powinien podlegać większej kontroli, aby zapewnić, że wypłaty netto nie będą skoncentrowane na małej liczbie krajów, ale zamiast tego zostaną podzielone na szerszą skalę. Ostateczna propozycja Komisji UE spodziewana jest 27 maja, która - po jednomyślnym głosowaniu - będzie wymagać ratyfikowania przez rządy krajowe.

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 osiągniętych 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.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie zobowiązuje się do aktualizowania stwierdzeń lub informacji wybiegających w przyszłość zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem informacji, podlegają ujawnieniu zgodnie z przepisami prawa.