Allianz

Allianz Trade

Dział Analiz Allianz

Powtórka ze „Zrobimy wszystko, co będzie konieczne”?

Odpowiedź fiskalna Europy na kryzys energetyczny

październik 2022

Ludovic Subran
Główny Ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Dyrektor Działu Analiz Ekonomicznych
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Starszy Ekonomista ds. USA i Francji
maxime.darmet@allianz-trade.com

Andreas (Andy) Jobst
Dyrektor Globalnego Działu Analiz Makroekonomicznych i Rynków Kapitałowych
andreas.jobst@allianz.com

Ano Kuhanathan
Dyrektor Działu Analiz Korporacyjnych
ano.kuhanathan@ allianz-trade.com

Katharina Utermöhl
Starsza Ekonomistka ds. Europy
katharina.utermoehl@allianz.com

STRESZCZENIE

- **Allianz Trade szacuje że obecne wsparcie fiskalne (mediana) wynosi w Europie około 3% PKB (ponad 475 mld EUR, oprócz wsparcia w wysokości 170 mld EUR przed konfliktem).** Nic dziwnego, że reakcja fiskalna jest nieco wyższa w krajach o większym udziale przemysłu energochłonnego i/lub większej zależności od gazu. W większości krajów łączne środki (np. limity cenowe, obniżki podatków od energii, zastrzyki płynnościowe i kapitałowe, pożyczki gwarantowane przez państwo, programy osłonowe) stanowią około połowy wartości pakietów Covid-19. Ponieważ kryzys energetyczny – a w konsekwencji skutki inflacyjne dla sektora prywatnego – nie osiągnęły jeszcze szczytu, spodziewamy się, że rządy UE będą dalej zwiększać wydatki. Jednak wielkie skoki fiskalne są już za nami, ponieważ pole manewru jest znacznie ograniczone w obliczu rosnących stóp procentowych.
- **Dostępne wsparcie fiskalne zmniejszy wpływ wyższych cen energii na realne dochody rozporządzalne i złagodzi uderzenie w popyt, ale może również spowolnić ogólny spadek stóp inflacji. Allianz Trade** szacuje, że obecne środki bezpośrednio zmniejszają stopy inflacji poprzez obniżenie cen energii w największym stopniu w Wielkiej Brytanii (-3,7 pkt. proc. w 2023 roku), a następnie w Niemczech, Francji, Włoszech i Hiszpanii o ponad -2 pkt. proc. W ten sposób jednak "uwalniają" średnio 1,7% PKB popytu krajowego, ponieważ spadek rozporządzalnego dochodu gospodarstw domowych w 2023 roku zostanie zredukowany o ponad połowę, średnio z -4, 3 pkt. proc. do -1,7 pkt. proc. (ponad 1.300 EUR na jedno gospodarstwo domowe). Biorąc pod uwagę obecną tendencję w zakresie realnych wydatków rządowych (powyżej poziomu sprzed pandemii w Hiszpanii, Wielkiej Brytanii i w mniejszym stopniu w Niemczech, natomiast we Francji i we Włoszech na poziomie sprzed pandemii) oraz aktualne plany fiskalne, ograniczenie spadku zagregowanego popytu opóźni powrót inflacji. Jednak wzrost stopy oszczędności może złagodzić wpływ tych środków fiskalnych na inflację. Allianz Trade oczekuje, że w 2023 roku inflacja w strefie euro i w Wielkiej Brytanii wyniesie odpowiednio 5,6% i 7,5% - nadal znacznie powyżej średniej historycznej.
- **Środki wsparcia fiskalnego powinny pomóc w ograniczeniu liczby firm zagrożonych niewypłacalnością w ciągu najbliższych czterech lat.** Przy obecnym poziomie ceny energii, praktycznie zniweczyłyby zyski większości przedsiębiorstw niefinansowych, ponieważ ich siła w zakresie kształtowania cen maleje w związku ze spowolnieniem popytu. Jeżeli firmy będą w stanie przenieść jedną czwartą wzrostu cen energii na klientów, to wytrzymają – odpowiednio w Niemczech i Francji – wzrost cen poniżej poziomu +50% i +40%. Ze względu na charakter obecnego kryzysu, rządy zdecydowały się na zastosowanie środków opartych w większym stopniu na gotówce, aby zrównoważyć spowodowany wojną wzrost cen energii. W rzeczywistości, zarówno ze względów politycznych, jak i ekonomicznych (wysoki poziom dźwigni

finansowej przedsiębiorstw w warunkach rosnących stóp procentowych), wspieranie wykorzystania dźwigni finansowej przez przedsiębiorstwa w obliczu kryzysu może okazać się błędem politycznym. Tak więc nawet słabe firmy mogą przetrwać: Udział wrażliwych firm w Wielkiej Brytanii, Francji i Niemczech ustabilizował się na poziomie odpowiednio 17%, 13% i 6%, czyli blisko 42.000 firm w Wielkiej Brytanii, 28.400 w Niemczech i ponad 18.700 we Francji. Oznacza to, że średnio rządy "uratują" ponad 4.500 MŚP. Ponieważ jednak środki te jedynie kompensują znacznie silniejsze wzrosty kosztów, nie będą one stanowiły żadnego dodatkowego bodźca dla rentowności przedsiębiorstw.

- **Optymalną reakcją polityczną na kryzys energetyczny byłaby szybka strukturalna przebudowa europejskiego rynku energetycznego.** Ponieważ zmarnowano cenny czas, UE i rządy krajowe muszą teraz uciekać się do drugorzędnych opcji, opierając się na menu Komisji Europejskiej dotyczącym opcji politycznych. Najważniejsze z nich to: 1) Środki wsparcia fiskalnego na poziomie krajowym nie powinny podsycać rozbieżności w ramach UE, w tym poprzez zakłócanie konkurencji wewnątrzeuropejskiej. 2) W przypadkach, gdy przestrzeń fiskalna jest ograniczona, wspólne zaciąganie pożyczek może i powinno umożliwić wszystkim państwom członkowskim UE sformułowanie odpowiedniej reakcji fiskalnej bez dodatkowego obciążania budżetów krajowych. Wsparcie fiskalne musi być jednak tymczasowe i odpowiednio ukierunkowane. 3) Trwałe zmniejszenie popytu na energię będzie nieuniknione w sytuacji, gdy kryzys podaży energii stanie się bardziej długotrwały. Kraje powinny znaleźć sposób na zmniejszenie zużycia gazu w stopniu przekraczającym krótkoterminowe oszczędności (które obecnie wynoszą zaledwie 10%). Zachowanie funkcji sygnalizacyjnej cen rynkowych odgrywa kluczową rolę w trwałej autoregulacji, ułatwiając jednocześnie efektywną realokację zapotrzebowania na energię.

Obecne środki – jak na razie się sprawdzają?

W ostatnich miesiącach rządy znacznie zintensyfikowały działania w odpowiedzi na kryzys energetyczny, aby złagodzić jego skutki dla gospodarstw domowych i firm znajdujących się w trudnej sytuacji. Początkowo środki wsparcia przybierały głównie formę ograniczonych transferów rządowych uzależnionych od potrzeb (np. bony energetyczne) i niższych podatków (energetycznych) w większości krajów, z wyjątkiem Francji, a później Hiszpanii, które wprowadziły ogólne limity cenowe odpowiednio na energię elektryczną i gaz (Wykres 1). Większość rządów mniej więcej podwoiła swoje wsparcie od lata, ponieważ ceny energii nadal rosły w związku z eskalacją sankcji na eksport energii z Rosji i zmniejszającymi się dostawami gazu przez niemiecki gazociąg North Stream 1 (Wykres 2). Allianz Trade szacuje, że mediana tarczy fiskalnej wynosi około 3% PKB Europy Zachodniej (ponad 475 mld EUR dodatkowo w stosunku do 170 mld EUR przed konfliktem), co obejmuje zarówno dochody, jak i inne środki, w tym gwarancje dla zadłużenia publicznego i linie kredytowe dla przedsiębiorstw energetycznych. Ponieważ kryzys energetyczny – a w konsekwencji skutki inflacyjne dla sektora prywatnego – nie osiągnęły jeszcze szczytu, spodziewamy się, że rządy UE będą dalej zwiększać wydatki. Jednak wielkie skoki fiskalne są już za nami, ponieważ pole manewru jest znacznie ograniczone w obliczu rosnących stóp procentowych.

Jak dotąd najbardziej znaczącym środkiem krajowym jest niemiecka "tarcza ochronna" o wartości 200 mld EUR, mająca na celu wsparcie przemysłu i gospodarstw domowych w czasie kryzysu energetycznego. 29 września rząd niemiecki przedstawił plany "tarczy ochronnej", na którą przeznaczono nawet 200 mld EUR (5,6% PKB), w celu dofinansowania przede wszystkim "kwoty podstawowej" energii elektrycznej i gazu[1] oraz obniżenia podatku VAT na gaz i ogrzewanie miejskie do poziomu 7% aż do wiosny 2024 roku. Chociaż dokładny koszt będzie zależał od warunków, które

[1] *Po jednorazowym pełnym zwrocie kosztów w grudniu, na wiosnę wprowadzony zostanie bardziej zróżnicowany program dopłat, który od marca do końca kwietnia 2024 roku pozwoli obniżyć cenę gazu do 12 centów dla 80% zużycia. Dla dużych odbiorców przemysłowych od stycznia 2023 r. będzie obowiązywał ogranicznik cenowy w wysokości 7 centów w stosunku do ceny zakupu.*

trzeba jeszcze ustalić w najbliższych tygodniach, całkowity koszt dopłat do cen gazu wynosi 96 mld EUR (2,7% PKB). Ponadto rząd zdecydował się zrezygnować z kontrowersyjnych planów wprowadzenia opłaty od rachunków za gaz dla gospodarstw domowych, która miała wejść w życie w październiku w celu częściowego sfinansowania ratowania niektórych przedsiębiorstw użyteczności publicznej, ponieważ rząd jest w trakcie nacjonalizacji kilku najbardziej dotkniętych przedsiębiorstw. Koszty te będą teraz musiały być w całości poniesione przez rząd.

Dzień później ministrowie ds. energetyki UE osiągnęli porozumienie polityczne w sprawie następujących działań mających na celu złagodzenie wysokich cen energii elektrycznej:

- *Redukcja zapotrzebowania na energię elektryczną.* Dobrowolny cel 10% zużycia energii elektrycznej brutto i obowiązkowy cel redukcji 5% zużycia energii elektrycznej w godzinach szczytu.
- *Limit przychodów dla technologii o niskiej marży.* Limit przychodów rynkowych ustalony na poziomie 180 EUR/MWh dla producentów energii elektrycznej z odnawialnych źródeł energii, energii jądrowej i węgla brunatnego. Wybór środków pozostaje w gestii państw członkowskich, podobnie jak decyzja o ustaleniu niższego pułapu dla niektórych technologii. Uzyskane dochody zostaną przekierowane do odbiorców końcowych.
- *Dopłaty solidarnościowe dla sektora paliw kopalnych.* Obowiązkowa tymczasowa opłata dla przedsiębiorstw działających w sektorze ropy naftowej, gazu ziemnego, węgla i rafinerii, ustalona na poziomie 33% od zysków podlegających opodatkowaniu w roku podatkowym 2022 i/lub 2023Solidarity contribution.
- *Środki wsparcia dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP)*. Państwa członkowskie mogą tymczasowo ustalić cenę za dostawę energii elektrycznej dla MŚP, aby złagodzić presję wynikającą z wysokich kosztów energii.

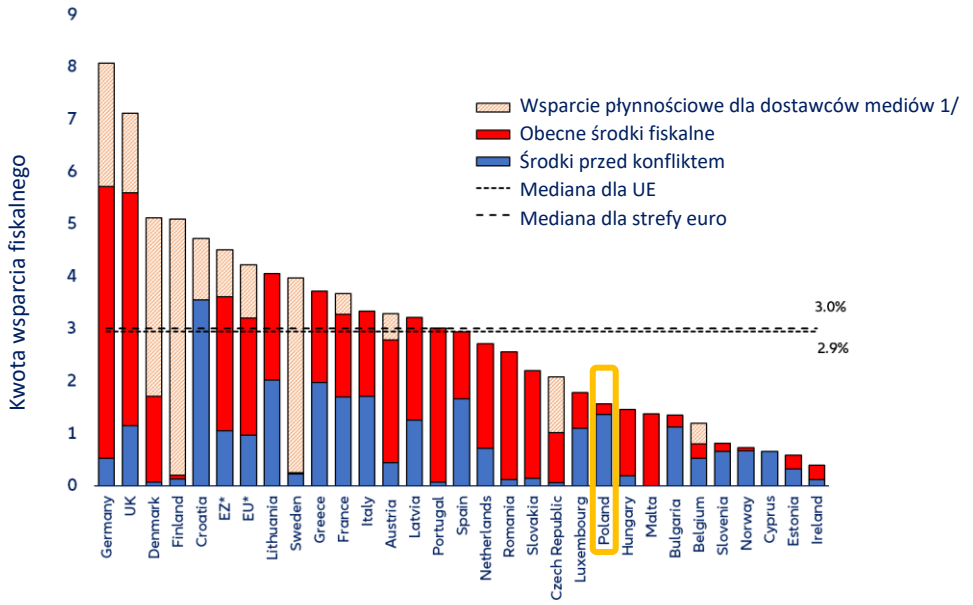
Zgodnie z przewidywaniami, nie osiągnięto porozumienia w sprawie limitu cenowego na import gazu, chociaż ministrowie intensywnie omawiali tę kwestię. Chociaż co najmniej 15 państw członkowskich opowiada się za tym środkiem, nadal istnieje wiele różnic technicznych w proponowanych podejściach. W szczególności to, czy limit będzie obejmował cały import gazu rurociągami, czy tylko ten z Rosji, oraz czy należy wprowadzić stały czy elastyczny limit. Główna obawa polega na tym, że limit cenowy może doprowadzić do zmniejszenia dostaw gazu dla Europy, co pogłębi kryzys energetyczny.

Wykres 1 – Europa: Macierz środków fiskalnych

			Firmy						Gospodarstwa domowe					
Wpływ	Co	Jak	EU	DE	FR	ES	IT	UK	EU	DE	FR	ES	IT	UK
Środki związane z przychodami	Limit/dopłata do cen energii	Limit/dopłata do cen energii	✓	✓	✓	●	●	✓	✓	✓	✓	●	●	✓
		Limit/dopłata do cen gazu	●	✓	✓	✓	●	✓	●	✓	✓	✓	●	✓
	Zyski nadzwyczajne	Opłata od zysków nadzwyczajnych	✓	✓	✓	●	✓	✓	-	-	-	-	-	-
	Transfery	Granty	-	✓	●	●	●	●	-	✓	✓	✓	✓	✓
		Dopłata do cen paliw	-	✓	✓	✓	✗	✗	-	✓	✓	✓	✗	✗
	Podatki	Obniżki podatków (energetycznych)	-	✓	✓	✓	✓	✓	-	✓	✓	✓	✓	✓
		Odroczenie podatków	-	●	●	●	●	✗	-	●	●	●	●	✗
	Urlopy związane z przestojami	Łatwiejsze warunki dostępu	-	✓	●	●	✓	✗	-	✓	●	●	✓	✗
Środki inne	Pożyczki	Gwarancje zadłużenia oraz pożyczki	●	✓	●	✓	✓	✗	-	-	-	-	-	-
	Zastrzyki kapitału	dla dostawców mediów	-	✓	✓	●	●	✓	-	-	-	-	-	-
	Nacjonalizacja	Dostawców mediów	-	✓	✓	●	●	✓	-	-	-	-	-	-
Środki strukturalne	Niewypłacalność	Czasowe zawieszenie obowiązywania przepisów dotyczących niewypłacalności	-	●	●	✗	✗	✗	-	●	●	●	●	✗
	Moratoria dotyczące zadłużenia		-	●	●	●	●	✗	-	●	●	●	●	✗

Uwaga: √= ogłoszone/wdrożone, o=ogłoszenie prawdopodobne x = ogłoszenie mało prawdopodobne, - = nie dotyczy. Źródła: Dział Analiz Allianz.

Wykres 2 – Europa: Skala środków fiskalnych związanych z przeciwdziałaniem wpływowi kryzysu w zakresie kosztów energii oraz kosztów utrzymania (% PKB)



*Źródła: Władze krajowe, Bruegel, Dział Analiz Allianz. Uwaga: środki sprzed konfliktu=środki podjęte przed wojną w Ukrainie; środki fiskalne obejmują wydatki budżetowe, środki pozabudżetowe oraz zobowiązania warunkowe (np. gwarancje dla długu publicznego) i obejmują zarówno płatności transferowe związane z energią, limity cenowe i dopłaty do kosztów energii, jak i inne środki wsparcia skierowane do zagrożonych gospodarstw domowych i firm. Środki są przyjmowane w wartościach brutto, przy założeniu rachunkowości memoriałowej (ze względu na różnice między krajami w zakresie czasu i wdrożenia środków). 1/ obejmuje gwarancje długu sektora publicznego, linie kredytowe i zakupy/nacjonalizację aktywów; */ średnia ważona PKB krajów członkowskich; wydatki fiskalne Hiszpanii zakładają dopłatę do energii w wysokości 150 EUR dla 11,5 mln gospodarstw domowych (o niższych dochodach).*

Wsparcie fiskalne ma kluczowe znaczenie dla złagodzenia wpływu wyższych cen energii na realny dochód rozporządzalny, ale może również opóźnić spadek inflacji bazowej, co działałoby na niekorzyść restrykcyjnej polityki pieniężnej. Uwzględniając tłumiący inflację wpływ środków rządowych oraz udział cen regulowanych i nieregulowanych, obliczamy efektywny wzrost cen energii elektrycznej i gazu, z jakim spotkają się konsumenci w kluczowych gospodarkach europejskich. Stwierdzamy wzrost cen o +45% we Francji, +42% w Niemczech, +39% w Hiszpanii, +30% we Włoszech i +27% w Wielkiej Brytanii, w porównaniu z podwyżkami o ponad +80% - lub nawet +100% w przypadku Wielkiej Brytanii – bez wsparcia państwa. W związku z tym obniżenie wskaźników inflacji jest największe w Wielkiej Brytanii (-3, 7 pkt. proc. w 2023 roku), a następnie w Niemczech, Francji, Włoszech i Hiszpanii - ponad -2 pkt. proc. Jednocześnie środki te spowodują obniżenie średniej utraty siły nabywczej gospodarstw domowych o -4 pkt. proc. w 2023 roku (równowartość ponad 1.300 EUR na gospodarstwo domowe), do średnio -1,7 pkt. proc. (zob. Wykres 4).

Wykres 3 – Wpływ środków wsparcia fiskalnego na inflację

	Średni szacowany wzrost cen energii elektrycznej / gazu (2023)		Udział energii elektrycznej i gazu w inflacji CPI	Wpływ na inflację CPI		Szacowana redukcja inflacji (pkt proc.) (pp)
	bez wsparcia publicznego dla sektora	ze wsparciem publicznym dla sektora*		bez wsparcia publicznego dla sektora (pkt. proc.)	ze wsparciem publicznym dla sektora* (pkt. proc.)	
	(1)	(2)	(3)	(1) x (3)	(2) x (3)	
Niemcy	88%	42%	5,1%	4,5	2,1	2,3
Francja	90%	45%	5,1%	4,6	2,3	2,3
Włochy	80%	30%	4,7%	3,8	1,4	2,4
Hiszpania	80%	39%	5,6%	4,5	2,2	2,3
Wielka Brytania	100%	27%	5,0%	5,0	1,4	3,7

*Źródła: źródła krajowe, Dział Analiz Allianz. Uwaga: przewidywany wzrost cen energii w Niemczech bez wsparcia publicznego został skalibrowany do cen we Francji przy braku jakichkolwiek oświadczeń rządu; *w stosownych przypadkach uwzględniamy ceny regulowane i nieregulowane.*

Wykres 4 – Wpływ środków wsparcia państwowego na dochód rozporządzalny gospodarstw domowych

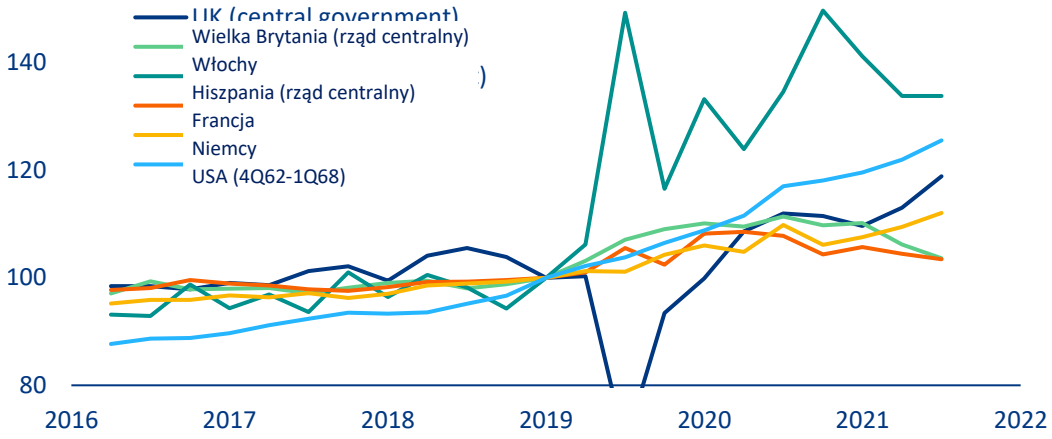
Utrata dochodu rozporządzalnego przez gospodarstwa domowe (pkt. proc.)	2022	2023 – przed wprowadzeniem środków	2023 – po wprowadzeniu środków	Moc nabywcza ochroniona przez rząd (pkt. proc.)	mld EUR	% PKB	EUR/ gospodarstwo domowe
Niemcy	-1,4	-3,7	-1,7	*1,9*	*42,8*	*1,2%*	*1056*
Hiszpania	-1,7	-4,0	-2,0	*2,1*	*16,3*	*1,3%*	*866*
Francja	-0,5	-3,1	-1,6	*1,6*	*25,2*	*1,0%*	*832*
Włochy	-1,9	-4,5	-1,7	*2,8*	*34,0*	*1,9%*	*1304*
Wielka Brytania	-2,1	-6,2	-1,7	*4,5*	*78,8*	*3,0%*	*2676*

Źródła: źródła krajowe, Dział Analiz Allianz.

Czy jednak te środki mogą sprawić, że wskaźniki inflacji staną się bardziej stabilne? Wielka Brytania i Niemcy są najbardziej zagrożone z uwagi na aktualne plany wydatków fiskalnych. Wpływ polityki fiskalnej na inflację w następstwie pandemii był znaczny w 2021 roku. Według opracowania przygotowanego przez Bank Rezerw Federalnych (Fed), ekspansywna polityka rządów państw strefy euro zwiększyła inflację o prawie 2 punkty procentowe. Epizody historyczne również podkreślają kluczową rolę ekspansywnej polityki fiskalnej w napędzaniu inflacji. Na przykład wzrost realnych wydatków rządowych w USA pod koniec lat 60-tych (zob. Wykres 5) - na finansowanie wojny w Wietnamie i inicjatyw "Wielkiego Społeczeństwa" administracji Johnsona - w znacznym stopniu przyczynił się do późniejszego wzrostu inflacji w latach 70-tych. Ważną lekcją z tego okresu jest to, że jeżeli duże wzrosty wydatków rządowych nie zostaną w odpowiednim czasie odwrócone, inflacja może się utrwalić i wymknąć spod kontroli.

W obecnym kontekście już podwyższonej inflacji, wysokie wydatki (i w mniejszym stopniu obniżki podatków) wprowadzone przez kilka rządów europejskich wywołały uzasadnione obawy, że polityka fiskalna będzie dalej napędzać presję inflacyjną. Na przykład, chociaż limity cenowe bezpośrednio zmniejszają inflację cen energii (średnio o -2,6 pkt. proc. w największych krajach europejskich, zob. Wykres 3), ograniczają one również wielkość spadku skumulowanego popytu (średnio o 1,7% PKB, zob. Wykres 2), co potencjalnie może prowadzić do wzrostu cen artykułów nieenergetycznych. Ostatecznie inflacja zasadnicza będzie wyższa niż w przypadku braku działań fiskalnych.

Wykres 5 – Realne (w ujęciu kasowym) wydatki publiczne (Europa: IV kw. 19 = 100, US: 3 kw. 65 = 100)



Źródła: źródła krajowe, Dział Analiz Allianz

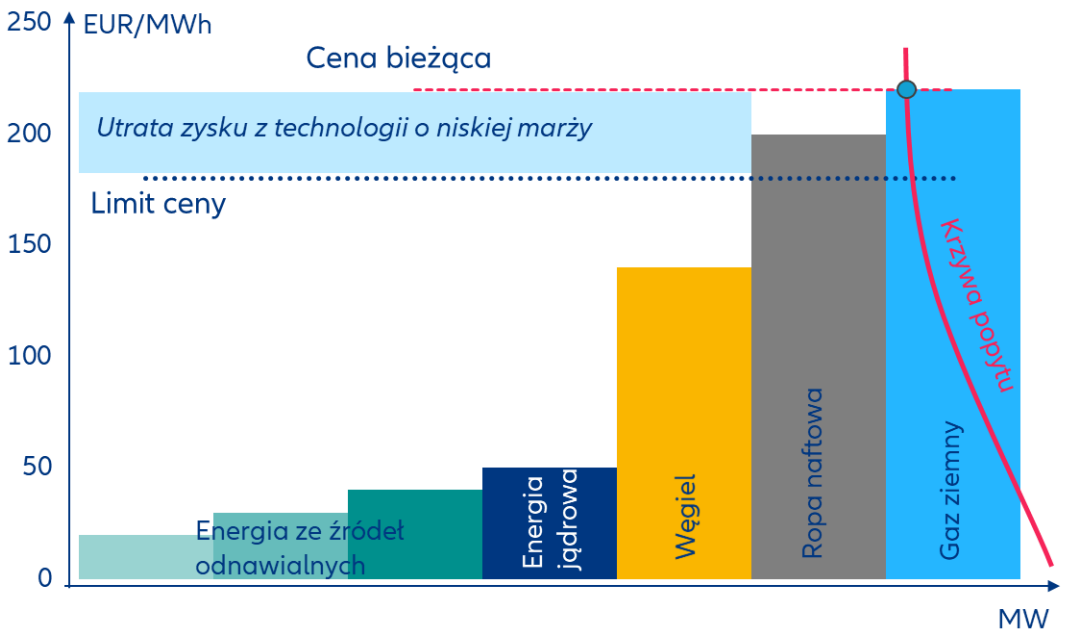
Najnowsze dane dotyczące realnych wydatków publicznych wskazują, że w niektórych krajach polityka fiskalna jest nadal bardzo luźna. Do II kwartału 2022 roku realne wydatki publiczne (w ujęciu kasowym) są rzeczywiście znacznie wyższe od trendu sprzed pandemii w Hiszpanii i, w mniejszym stopniu, w Wielkiej Brytanii (zob. ponownie Wykres 5). Z kolei we Francji i Włoszech realne wydatki wracają do trendu sprzed pandemii, ponieważ rządy Francji i Włoch zlikwidowały większość środków wsparcia związanych z pandemią. Niemcy znajdują się gdzieś pośrodku stawki.

Bardziej niepokojące są jednak plany fiskalne na najbliższe miesiące i lata. Bardzo obszerne zapowiedzi Niemiec dotyczące polityki fiskalnej stanowią istotne ryzyko dla perspektyw inflacyjnych, biorąc pod uwagę ogromne znaczenie gospodarcze tego kraju w strefie euro. W Wielkiej Brytanii rząd również zamierza w znacznym stopniu poluzować politykę fiskalną. We Włoszech nowo wybrana koalicja przedstawiła w trakcie wyborów plany rozluźnienia polityki budżetowej. Jednak w tym kontekście negatywne reakcje rynków finansowych na duże, finansowane długiem plany fiskalne - jak to ostatnio widać w Wielkiej Brytanii - ograniczają zdolność władz do realizacji ambitnych obietnic. Ponadto gospodarstwa domowe mogłyby zaoszczędzić część otrzymywanych transferów fiskalnych, co złagodziłoby inflacyjne skutki polityki fiskalnej. Ogólnie rzecz biorąc tempo, w jakim rządy europejskie będą odblokowywać te duże pakiety wsparcia fiskalnego, będzie miało kluczowe znaczenie dla perspektyw inflacji, jak również dla perspektyw stabilności finansowej.

Limit cen gazu nadal przedmiotem debaty, reforma rynku energetyki mało prawdopodobna

W celu ochrony konsumentów i redystrybucji nadwyżki przychodów sektora energetycznego UE uzgodniła ostatnio limit w wysokości 180 EUR/MWh dla energii elektrycznej wytwarzanej z odnawialnych źródeł energii i energii jądrowej (tj. produkcji energii o niskiej marży). Limit ten zostanie wprowadzony 01 grudnia 2022 roku i będzie obowiązywał co najmniej do 30 czerwca 2023. Państwa członkowskie UE uzgodniły, że będą stosować dostosowane do potrzeb środki w celu pobierania i przekierowywania tych przychodów do końcowych odbiorców energii elektrycznej. W zależności od warunków krajowych, można zastosować pewne elastyczne rozwiązania, w tym możliwość ustalenia wyższego lub niższego pułapu przychodów, zróżnicowania technologii itp. Posunięcie to spotkało się z krytyką niektórych uczestników rynku, którzy twierdzą, że nie zachęca ono do transformacji energetycznej, gdyż utrudnia uzyskiwanie zwrotów z produkcji energii odnawialnej. Jednak wiele projektów dotyczących energii odnawialnej, które zostały zainicjowane przed 2021 rokiem, zostało zrealizowanych na podstawie biznesplanów zakładających ceny energii cztery lub pięć razy niższe niż unijny limit.

Wykres 6 – Unijny mechanizm limitu cen



Źródło: Dział Analiz Allianz

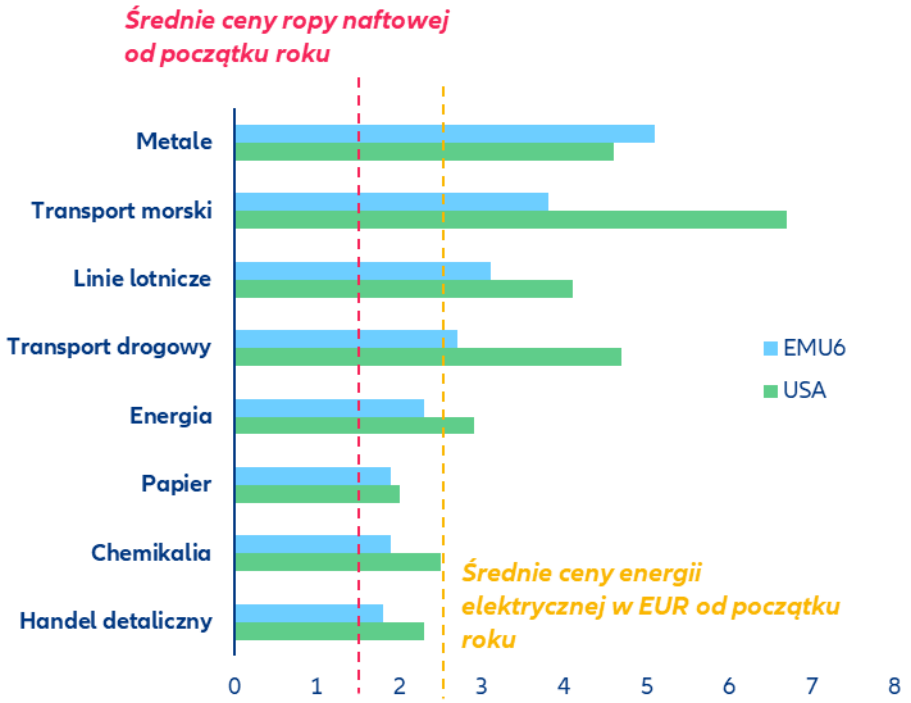
Limit cenowy na gaz jest jednak nadal przedmiotem kontrowersji wśród państw członkowskich UE. Włochy, Grecja, Polska i Belgia zaproponowały niedawno ustanowienie przedziału handlowego w wysokości 5% lub 10% wokół uzgodnionego limitu cen gazu. Na tym etapie przyjęcie takich propozycji wydaje się mało prawdopodobne. W rzeczywistości większość krajów nie jest zgodna co do tego, czy firmy wytwarzające energię elektryczną przy użyciu gazu powinny otrzymywać rekompensaty, czy też ciężar ten powinien spoczywać wyłącznie na dostawcach. Na przykład Norwegia, która obecnie dostarcza jedną czwartą gazu w Europie, już wyraziła swój sprzeciw wobec limitu, który dotyczyłby dostawców. Tymczasem producenci energii sygnalizują, że mogą wstrzymać lub zmniejszyć produkcję, jeżeli będą musieli płacić powyżej limitu cenowego, aby zaopatrywać się w gaz ziemny na rynku bez otrzymania rekompensaty. Ogólnie rzecz biorąc, obawy przed pogłębieniem się deficytu energetycznego lub fiskalnego prowadzą do aktualnego zastoju. Jeśli chodzi o szeroko pojęty rynek energii elektrycznej, to w większości krajów południowoeuropejskich pojawiły się apele o przeprowadzenie dużych reform (np. przejście na ceny regionalne), lecz inne kraje, takie jak Niemcy czy Holandia, nadal popierają obecne struktury rynkowe i są skłonne rozważyć jedynie niewielkie korekty, takie jak wyłączniki automatyczne lub interwencje w sytuacjach awaryjnych. Oznacza to również, że epizody dużej zmienności i wysokich cen mogą się w przyszłości powtarzać w przypadku przedsiębiorstw, co rodzi pytania o przystępność i dostępność energii w Europie, szczególnie w przypadku sektorów energochłonnych (metale, chemia, papier).

Środki wspierające ochronią przedsiębiorstwa, ale nie dadzą im impulsu do rozwoju

Przy obecnych poziomach, przedsiębiorstwa nie byłyby w stanie uniknąć strat, ponieważ wzrost cen energii spowodowałby wzrost kosztów zużycia pośredniego o ponad +70% zwłaszcza, że ich siła przetargowa maleje wraz z szybkim spowolnieniem popytu. Obliczamy, że maksymalna podwyżka, jaką firmy w Niemczech i we Francji mogłyby wytrzymać bez strat EBITDA, gdyby mogły przenieść około jednej czwartej wzrostu cen energii na klienta końcowego, wynosi odpowiednio +50% i +40%. Dlatego też, aby uniknąć gwałtownej fali niewypłacalności firm, konieczne było wprowadzenie limitu cenowego. Należy pamiętać, że istnieje zróżnicowanie między sektorami i że firmy europejskie już wcześniej były bardziej narażone niż konkurencja amerykańska. Na przykład podwojenie rachunku za energię dla linii lotniczych lub firm detalicznych w strefie euro w stosunku do poziomu z 2021 roku

zniweczyłoby wszystkie zyski - jeżeli nie zostałyby one zrekompensowane wzrostem przychodów (zob. Wykres 7). Taka sytuacja mogłaby być szczególnie niepokojąca przy braku wsparcia systemowego, ponieważ ceny bieżące energii elektrycznej w Europie uległy zwielokrotnieniu o 2,5 raza w stosunku do średniej z roku 2021 (zob. Wykres 8).

Wykres 7 – Wzrost rachunków za energię elektryczną, który mógłby pochłonąć całość zysków, w rozbiciu na sektory (wielokrotność cen z 2021 roku)



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz. Uwaga: uwzględniamy wyłącznie te sektory, w których koszty energii elektrycznej są na poziomie >5% wydatków operacyjnych / EMU6 = Niemcy, Francja, Włochy, Hiszpania, Holandia, Belgia

Wykres 8 – Ewolucja cen surowców energetycznych

	Jednostka	Najnowsze 2022-10-07	Średnia za 2021	Średnia za 2022 od początku roku	Wielokrotność 2022/ 2021
Brent	(USD/bbl)	97,9	70,9	102,3	x1.4
WTI	(USD/bbl)	93,1	68,1	98,8	x1.5
TTF Gas	(EUR/MWh)	155,0	47,3	136,1	x2.9
Henry Hub Gas	(USD/MBTU)	6,8	3,7	6,7	x1.8
Electricity JPM	(USD/MWh)	56,3	47,8	76,6	x1.6
Electricity APX	(EUR/MWh)	147,5	108,9	273,4	x2.5

Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Jednocześnie, w ostatnich miesiącach rządy państw europejskich wspierają sektor energetyczny. I tak na przykład Niemcy i Francja ogłosiły pełną nacjonalizację kluczowych graczy w sektorze. W wielu innych krajach wprowadzono również ułatwienia w zakresie płynności, ponieważ firmy borykają się z wysokimi wymaganiami dotyczącymi marż na rynkach energii elektrycznej. Poza sektorem energetycznym, większość krajów będzie również wspierać firmy w innych sektorach. Aby zrozumieć wpływ takiego wsparcia, symulujemy wyniki finansowe MŚP korzystając z autorskiej bazy danych obejmującej ponad 5 milionów firm. Na podstawie danych dotyczących wzrostu PKB we Francji, Niemczech i Wielkiej Brytanii, a także zmian cen energii z uwzględnieniem środków wsparcia,

obliczamy wskaźniki rentowności, płynności i kapitalizacji dla każdego MŚP w naszej bazie. Aby odpowiednio odzwierciedlić finanse każdej firmy, bierzemy pod uwagę udział wydatków na energię w całkowitych wydatkach w poszczególnych sektorach. Zwiększamy rachunki za energię o 20% do 50% w zależności od miksu energetycznego (paliwa, energia elektryczna, gaz) i odpowiedniej dynamiki cen. Szacunki Allianz Trade pokazują, że środki fiskalne nie prowadzą do zwiększenia rentowności MŚP, co jest zgodne z charakterem tych środków. Allianz Trade zauważa jednak, że prowadzą one do stabilizacji liczby MŚP o słabej kondycji od 2021 roku[2] na poziomie 17% w Niemczech, 13% w Wielkiej Brytanii i 6% we Francji, czyli obecnie odpowiednio blisko 42.000, 28.400 i ponad 18.700. Oznacza to, że średnio wsparcie fiskalne – które obok dotacji energetycznych obejmuje również hojne programy urlopów przestojowych, pożyczki gwarantowane przez państwo, a w niektórych krajach także bezpośrednie dotacje – „uratuje" ponad 4.500 MŚP.

Wykres 9 – Udział MŚP w złej kondycji w wybranych krajach (% wszystkich)

	Udział MŚP w złej kondycji …w %		…liczbowo		
	bez wsparcia	ze wsparciem	bez wsparcia	ze wsparciem	Liczba MŚP „uratowanych" przez władze
Wielka Brytania	20	17	49 240	41 854	7 386
Francja	14	13	20 105	18 669	1 436
Niemcy	7	6	33 072	28 348	4 725

Źródło: Dział Analiz Allianz

Względy polityczne

Optymalną reakcją polityczną na kryzys energetyczny byłaby szybka strukturalna przebudowa europejskiego rynku energetycznego w czasie, gdy zakłócenia w dostawach gazu z Rosji stały się niezwykle prawdopodobne. Kluczowe wyzwania wiążą się z zaprojektowaniem mechanizmów rynkowych (takich jak model oparty na zasadzie merit order w obecności quasi-stałej presji cenowej na elektrownie gazowe jako marginalne podmioty ustalające ceny energii elektrycznej w skali globalnej) oraz kompatybilnością różnych infrastruktur (np. dostarczanie gazu z Hiszpanii, gdzie import przewyższa zużycie) do innych części Europy. Niezbędne jest również zwiększenie inwestycji w infrastrukturę energii odnawialnej i realne alternatywy dla gazu z gazociągów, takie jak terminale LNG w portach, ale wymagają one wcześnie podjętego zaangażowania strategicznego i dodatkowego wsparcia fiskalnego, aby osiągnąć przewidywalność dla przedsiębiorstw. Obecny kryzys uwydatnia pilną potrzebę stworzenia w dobrej wierze unii energetycznej, która zapewni bezpieczeństwo energetyczne przy jednoczesnym zachowaniu ekologicznego przejścia gospodarki europejskiej do zerowej emisji netto.

Ponieważ sensowna reforma będzie prawdopodobnie wymagała czasu, UE i rządy krajowe muszą uciekać się do wariantów rezerwowych. Skuteczne złagodzenie skutków kryzysu energetycznego będzie wymagało w międzyczasie skoordynowanej reakcji w zakresie polityki fiskalnej, opartej na zaleceniach, które ma przedstawić Komisja Europejska. W tym kontekście kluczowe są następujące kwestie:

1) **Obecne wsparcie fiskalne na poziomie krajowym nie powinno potęgować rozbieżności w Europie.** Wsparcie fiskalne w krajach o większym udziale przemysłu energochłonnego i/lub wysokim udziale gazu w zużyciu energii (Niemcy, Włochy i wiele krajów Europy Wschodniej),

[2] *Zob. raport "Three indicators can reveal SME insolvency risk up to four years in advance" [Trzy wskaźniki, które ujawniają ryzyko niewypłacalności MŚP nawet cztery lata wcześniej", w którym szczegółowo opisano wskaźniki i odpowiednie progi dla poszczególnych krajów*

które w nieproporcjonalny sposób odczuwają skutki obecnego kryzysu, będzie musiało być wyższe. Istnieje jednak ryzyko, że tymczasowe ramy prawne UE w zakresie pomocy państwa pozwolą krajom o większej przestrzeni fiskalnej na nieproporcjonalnie większe wsparcie dla własnych firm, co może zakłócić konkurencję na arenie europejskiej. Ponadto środki wsparcia, jeżeli mają być długotrwałe, musiałyby być bardziej ukierunkowane, aby nie wywoływać presji inflacyjnej i nie zwiększać pokusy nadużyć, zwłaszcza jeżeli większość środków dotyczy bezpośredniego wsparcia gotówkowego w celu zrekompensowania strat wynikających z wysokich cen energii.

2) **Aby wzmocnić solidarność europejską, wspólne zaciąganie pożyczek pozwoliłoby wszystkim państwom członkowskim UE na sformułowanie adekwatnej i spójnej reakcji fiskalnej na kryzys energetyczny bez narażania na szwank zdolności do obsługi zadłużenia.** Chociaż powtórzenie ram programu Next Generation EU (NGEU) wydaje się mało prawdopodobne, widzimy dwie główne możliwości: (1) ponowne wykorzystanie ponad 200 mld EUR środków, które nadal pozostają w obecnym NGEU i/lub (2) utworzenie nowego funduszu kryzysowego w Komisji Europejskiej, z wykorzystaniem SURE jako wzoru (wspartego gwarancjami rządowymi) W obu przypadkach wsparcie byłoby udzielane w formie pożyczek, a nie dotacji, które pozostają atrakcyjną opcją dla krajów, które muszą zmierzyć się z wyższymi kosztami odsetek. O ile ogólna unijna reakcja w zakresie polityki fiskalnej powinna złagodzić cios gospodarczy w regionie i uspokoić inwestorów, o tyle nie otworzy ona drogi do nieograniczonej reakcji fiskalnej. W końcu może zachęcić Europejski Bank Centralny do jeszcze szybszego uszczelnienia polityki, w tym poprzez przyspieszenie zacieśnienia polityki pieniężnej.

3) **W sytuacji, gdy kryzys dostaw energii staje się coraz bardziej długotrwały, konieczne będzie trwałe zmniejszenie popytu na energię.** O ile aktualne wsparcie fiskalne może złagodzić szok dochodowy dla gospodarstw domowych i firm, o tyle UE i władze krajowe muszą znaleźć sposób na zwiększenie efektywności energetycznej i ustabilizowanie zużycia gazu wykraczające poza krótkoterminowe oszczędności (które obecnie wynoszą zaledwie 10%). Zachowanie funkcji sygnalizacyjnej cen rynkowych odgrywa kluczową rolę w zrównoważonej samoregulacji, ułatwiając jednocześnie efektywną realokację zapotrzebowania na energię. W przeciwnym razie, niekontrolowany popyt na gaz ziemny w dłuższej perspektywie może doprowadzić do jeszcze większego wzrostu cen gazu, a jednocześnie wymagać będzie subsydiów na dużą skalę, co może skomplikować niezbędną konsolidację fiskalną.

Jak zawsze, oceny podlegają poniższemu wyłączeniu odpowiedzialności.

OŚWIADCZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy
domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych.
Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umieralności i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie jest zobowiązana do aktualizacji żadnych prognoz czy oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem informacji, których ujawnienia wymagają przepisy prawa.

Allianz Trade stanowi znak towarowy służący do oznaczenia zakresu usług świadczonych przez Euler Hermes.