

Allianz Research | 4 grudnia 2023 r.

# Zamrożenie budżetu Niemiec - kiedy muzyka ucichnie?

Ludovic Subran  
Główny ekonomista  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Ano Kuhanathan  
Kierownik działu badań korporacyjnych  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

Jasmin Gröschl  
Starszy ekonomista na Europę  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

Pablo Espinosa Uriel  
Strateg inwestycyjny  
[pablo.espinosa-uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-uriel@allianz.com)

Roberta Fortes  
Starszy ekonomista dla Ibero-Latam  
[roberta.fortes@allianz-trade.com](mailto:roberta.fortes@allianz-trade.com)

Luca Moneta  
Starszy ekonomista  
[luca.moneta@allianz-trade.com](mailto:luca.moneta@allianz-trade.com)

Manfred Stamer  
Starszy ekonomista na Europę  
Wschodzącą  
[manfred.stamer@allianz-trade.com](mailto:manfred.stamer@allianz-trade.com)

## Streszczenie

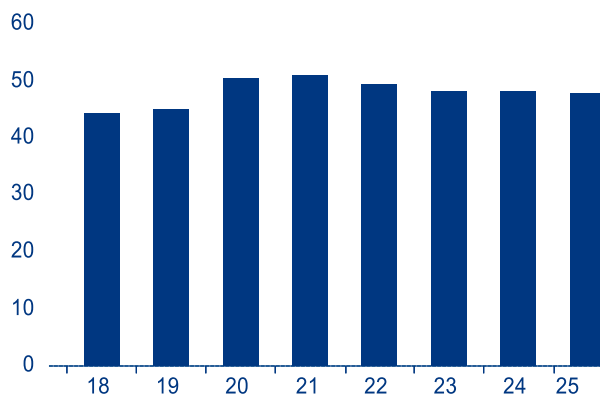
- Orzeczenie Federalnego Trybunału Konstytucyjnego pozbawiło niemiecki rząd finansowania projektów w zakresie polityki klimatycznej i przemysłowej: co najmniej 60 mld EUR (co kosztuje -0,7 punktu procentowego PKB) oraz kolejnych 200 mld EUR zarezerwowanych na pomoc w ożywieniu gospodarczym z funduszu stabilizacji gospodarczej (tzw. WSF; łącznie -1,9 punktu procentowego PKB).
- W perspektywie krótkoterminowej rządząca koalicja w opinii Allianz Trade powinna działać szybko, ponieważ sytuacja stwarza ogromną niepewność dla firm, gospodarstw domowych i inwestycji, a także zmniejsza konkurencyjność w i tak już niestabilnym otoczeniu gospodarczym. W dłuższej perspektywie, aby uniknąć zagrożenia dla zielonej transformacji, hamulec zadłużenia wymaga solidnej reformy.

**Federalny Trybunał Konstytucyjny pozbawił niemiecki rząd swobody fiskalnej.** Niemiecki rząd omijał hamulec zadłużenia, w szczególności w celu sfinansowania programu walki ze zmianami klimatu. Jednak 15 listopada Federalny Trybunał Konstytucyjny orzekł, że przekazanie 60 mld euro na fundusz klimatyczny i transformacyjny (KTF) za pośrednictwem autoryzacji kredytowej było niezgodne z konstytucją, biorąc pod uwagę rozbieżność między pochodzeniem środków (budżet uzupełniający na 2021 r., pierwotnie przeznaczony na złagodzenie skutków pandemii) a ich faktycznym wykorzystaniem, a także zasadę jednoroczności (autoryzacja kredytowa do wydania w tym samym roku) i brak retroaktywnych zmian w ustawie budżetowej. Konsekwencje fiskalne omięcia hamulca zadłużenia są nadal oceniane, ale prawdopodobnie będą ogromne, a limit zadłużenia zostanie przekroczony o ponad 130 mld EUR w samym 2023 roku. W związku z tym Ministerstwo Finansów zamroziło wydatki na prawie cały budżet federalny. Istniejące zobowiązania będą nadal honorowane, ale żadne nowe nie mogą być zaciągane - zwłaszcza żadne wieloletnie projekty.

**Stawka jest wyższa w obliczu rosnących wyzwań gospodarczych.** Koalicja rządowa zmagą się z trudnościami, ponieważ racjonalność orzeczenia może również wpłynąć na kolejne 200 mld EUR zarezerwowane na pomoc w ożywieniu gospodarczym z funduszu stabilizacji gospodarczej (WSF). Ogólnie rzecz biorąc, w opinii Allianz Trade wpływ makroekonomiczny może być dramatyczny w już i tak osłabionym otoczeniu gospodarczym (z powodów cyklicznych i strukturalnych). Niemcy są jedyną dużą gospodarką, która w 2023 r. znajduje się w recesji, a utrata 60 mld EUR zmniejszy PKB o 0,7 punktu procentowego lub o 1,9 punktu procentowego z uwzględnieniem WSF. Ale sytuacja ta dobrze ilustruje również, w jaki sposób Niemcy zdołały kontrolować swój dług publiczny. Podczas gdy wydatki rządowe w stosunku do PKB wynosiły 45% w 2019 r., obecnie jest to 48% (po ponad 50% w 2020 i 2021 r., wykres poniżej).

Oznacza to, że prawie połowa produkcji gospodarczej nadal przepływa przez kasę publiczną, co pozostawia wystarczające pole manewru. Niemniej jednak skutkiem wyroku jest ogromna niepewność dla niemieckich firm i gospodarstw domowych, a także dla kluczowych inwestycji prywatnych. W obliczu rosnących obaw o dezindustrializację, zamrożenie wydatków może być również kosztowne dla starań o utrzymanie konkurencyjności.

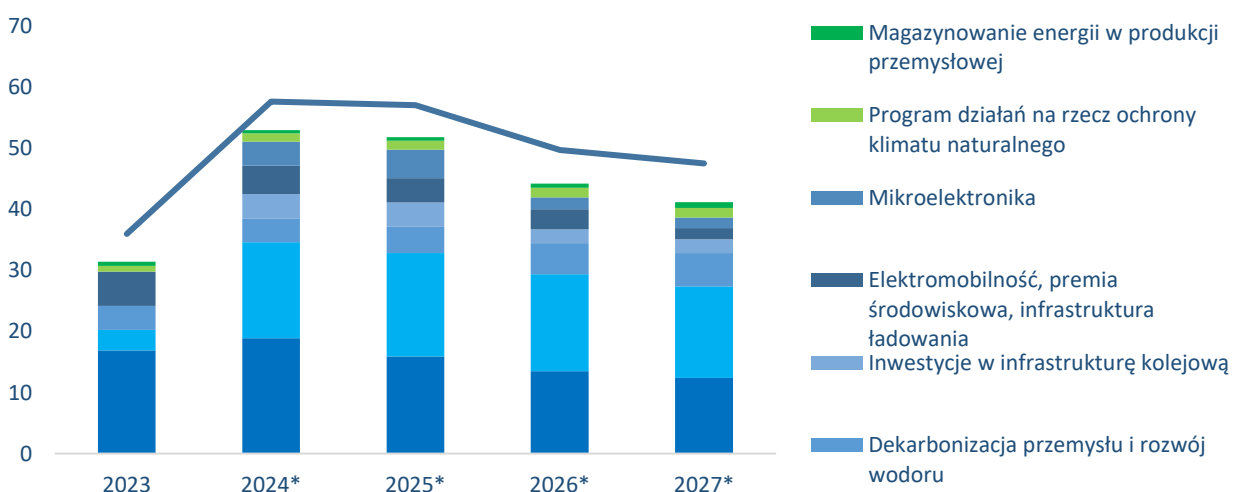
Niemieckie wydatki rządowe w stosunku do PKB, w %



Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Zamrożenie budżetu zagraża finansowaniu licznych projektów polityki klimatycznej i przemysłowej.** Jeśli rząd szybko nie zmieni sytuacji i nie zresetuje priorytetów, Niemcy mogą nie tylko pozostać w tyle pod względem ochrony klimatu, ale także stać się coraz mniej atrakcyjne jako potencjalna lokalizacja dla przyjaznych dla klimatu technologii przyszłości. **Pula przeznaczona na dekarbonizację gospodarki obejmuje również rekompensatę cen energii elektrycznej**, z budżetem w wysokości co najmniej 2,6 mld EUR na 2024 rok. W opinii Allianz Trade ma to kluczowe znaczenie dla ustanowienia gospodarki wodorowej oraz promowania produkcji półprzewodników i ogniw akumulatorowych. Inne projekty, które mogą być zagrożone, obejmują porozumienia w sprawie ochrony klimatu, ustawę EEG, premie za pojazdy elektryczne, infrastrukturę kolejową i energooszczędne remonty. Tylko do 2024 r. na infrastrukturę kolejową miało zostać przeznaczone 4 mld EUR, a do 2027 r. kolejne 12,5 mld EUR (wykres poniżej). Podczas gdy pełne konsekwencje nie zostały jeszcze określone, pewne jest, że orzeczenie stanowi ogromne wyzwanie zarówno dla obecnego, jak i przyszłych rządów w zakresie zarządzania zieloną transformacją.

Wydatki programowe Funduszu na rzecz Klimatu i Transformacji w mld EUR w latach 2023-2027



Źródła: Niemiecki rząd federalny, MCC, Allianz Research

**Konieczne jest kompleksowe dostosowanie polityczne...** Kontrowersyjnym pytaniem jest, jak rozwiązać ten dylemat w perspektywie krótkoterminowej. W dniu 28 listopada gabinet zatwierdził budżet uzupełniający na 2023 r., który zezwala

na wyjątek od hamulca zadłużenia, biorąc pod uwagę konsekwencje kryzysu energetycznego i środowiska polikryzysowego. Daje to solidne podstawy dla wszystkich płatności z bieżącego roku i stanowi podstawę dla przyszłorocznego budżetu federalnego. Jednak inne **zobowiązania, takie jak dopłaty do cen energii na nadchodzący rok lub dalsze wsparcie dla firm, nie są zabezpieczone**. Wyzwaniem jest teraz budżet na nadchodzący rok (i lata). Najwłaściwszą reakcją na bardziej rygorystyczne ramy finansowe byłoby wykorzystanie budżetu podstawowego - który nadal ma dużą swobodę fiskalną - i ustalenie priorytetów. W tym sensie hamulec zadłużenia nie blokuje najważniejszych wydatków rządowych, ale raczej te najmniej ważne. Problem polega na tym, że partnerzy koalicyjni nadal nie są w stanie uzgodnić, co powinno być priorytetem, dlatego też hamulec zadłużenia został ominięty dwa lata temu.

**...ale kompleksowa reforma hamulca zadłużenia jest najrozsądniejszym ekonomicznie rozwiązaniem, które pozwoli uniknąć zagrożenia dla zielonej transformacji.** Oprócz lepszego ustalania priorytetów w zakresie kierowania funduszy publicznych, krystalizują się dwie możliwości: reforma konstytucyjnego hamulca zadłużenia lub utworzenie innego specjalnego funduszu. Ta druga opcja jest warta rozważenia, ponieważ mogłaby wypełnić lukę w finansowaniu, ale polityczna poprzeczka zawieszona jest bardzo wysoko - wymagana jest większość dwóch trzecich głosów. Jeśli chodzi o sam hamulec zadłużenia, debata jest często jednostronna, tak jakby możliwa była tylko niezmieniona kontynuacja lub zniesienie. Właściwe podejście wymaga jednak zróżnicowania: Hamulec zadłużenia miał sens w swojej formie z 2009 r.; dziś jest obciążeniem. Reforma jest już dawno spóźniona, mimo że obecnie do jej przeprowadzenia nie ma do większości dwóch trzecich głosów. Jednak nawet jeśli hamulec zadłużenia zostałby podniesiony z obecnego poziomu 0,35% do 1,5% jako dług strukturalny w stosunku do PKB, wskaźnik zadłużenia nadal spadałby znacząco z roku na rok. Pozwoliłoby to na dodatkowe zadłużenie w wysokości około 50 mld EUR w samym 2024 r. bez zagrożenia dla stabilności finansów publicznych. Reforma powinna obejmować klauzulę inwestycyjną, która przewiduje wyjątki dla niektórych wydatków. **Warto również rozważyć uwzględnienie poziomu stóp procentowych przy zaciąganiu pożyczek netto, tj. poprzez wykorzystanie wskaźnika oprocentowania jako wskaźnika wyprzedzającego. Jeśli koszty odsetkowe rosną jako udział w dochodach podatkowych, nowe zadłużenie netto musi zostać zmniejszone.** Gdy koszty odsetkowe są niskie, potencjał kredytowy wzrasta. Zasadniczo jednak minister finansów powinien powstrzymać zbyt wiele przedsięwzięć społeczno-politycznych

Oceny te, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

#### **STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI**

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanym i nieznanym ryzykiem i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, wydajność lub zdarzenia mogą się znacznie różnić od tych wyrażonych

lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać m.in. z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w zakresie podstawowej działalności Grupy Allianz i na podstawowych rynkach, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynku, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości ubezpieczonych zdarzeń szkodowych, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) poziomu uporczywości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakres niewykonania zobowiązań kredytowych, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji, oraz środki reorganizacyjne, a także (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej. Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub bardziej wyraźne w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### **BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Firma nie zobowiązuje się do aktualizowania jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem wszelkich informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade to znak towarowy używany do oznaczania szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.