

Allianz Research | 21 czerwca 2024 r.

Komisja Europejska bawi się w złego glinę

Musimy poczekać do połowy lipca, aby dowiedzieć się, jak mocno zasady będą realnie egzekwowane (przewodnicząca Komisji Europejskiej Ursula Von der Leyen stara się zapewnić sobie drugą kadencję, a Francja zmierza do bardzo burzliwych wyborów parlamentarnych)

Ludovic Subran
Główny ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Główny strateg inwestycyjny
jordi.basco_carrera@allianz.com

Maxime Darmet
Starszy ekonomista
maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Starszy strateg inwestycyjny i ekonomista
bjoern.griesbach@allianz.com

Françoise Huang
Starszy ekonomista
francoise.huang@allianz-trade.com

Yao Lu
Doradca sektorowy
yao.lu@allianz-trade.com

Maddalena Martini
Starszy ekonomista
maddalena.martini@allianz.com

Manfred Stamer
Starszy ekonomista
manfred.stamer@allianz-trade.com

Qingting Yang
Asystent ds. badań
qingting.yang@allianz.com

W skrócie:

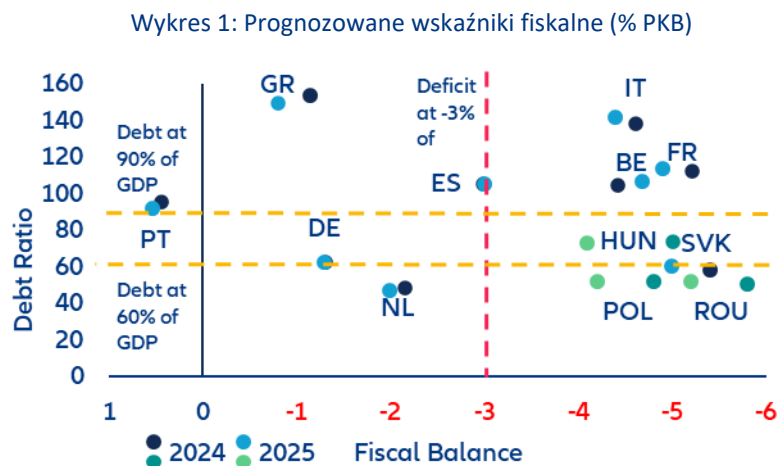
- **Komisja Europejska gra złego policjanta w sprawie deficytów fiskalnych:** Francja, Włochy, Polska, Belgia, Węgry, Słowacja i Malta zostały uznane za winne deficytów fiskalnych przekraczających 3% PKB
- Rada do Spraw Gospodarczych i Finansowych omówi koordynację polityki dzisiaj, w dniu 21 czerwca, a następnie Komisja Europejska wyda nakaz otwarcia procedury, zanim piłka zostanie przekazana Radzie Europejskiej
- **Decyzja ta nie mogła zapaść w bardziej skomplikowanym momencie,** ponieważ przewodnicząca Komisji Europejskiej Ursula Von der Leyen stara się zapewnić sobie drugą kadencję, a Francja zmierza do bardzo burzliwych wyborów parlamentarnych
- **Jednak dopiero w połowie lipca dowiemy się, jak rygorystycznie będą stosowane nowe zasady fiskalne** - i jak wiele swobody zostanie zaoferowane członkom UE. Mądrze grając, Komisja pozostawiła Radzie podjęcie decyzji w sprawie zaleceń dla krajów naruszających przepisy w dniu 16 lipca, kiedy to spotkają się ministrowie finansów
- **Tym razem naprawdę chodzi o politykę.** W przypadku Włoch procedura nadmiernego deficytu oznaczałaby dość znaczną korektę fiskalną salda strukturalnego (~ 1% PKB rocznie) i do 0,05% PKB w grzywnach. We Francji deficyt fiskalny prawdopodobnie utrzyma się powyżej -4,5% PKB w latach 2025-26 bez względu na to, kto wygra wybory parlamentarne w lipcu. „Pętla zagłady” utrzymuje się i jest gotowa wstrząsnąć rynkami. Każde *faux pas* może poszerzyć spready wysoce zadłużonych krajów.
- **Allianz Trade nie spodziewa się, by procedura nadmiernego deficytu wywołała gruntowne zmiany w polityce gospodarczej w Europie Środkowo-Wschodniej. Ryzyko kryzysu fiskalnego w najbliższej przyszłości jest w naszym regionie stosunkowo niskie, choć obawiamy się o średnioterminowe perspektywy finansów publicznych, szczególnie w Rumunii.** Kraje spoza strefy euro (Polska, Węgry, Rumunia) są zwolnione z kar za nieprzestrzeganie procedury nadmiernego deficytu, więc otwarcie procedury nadmiernego deficytu może skutkować ograniczeniem polityki fiskalnej tylko na Słowacji.

W samym środku zamieszania politycznego w Europie, Komisja Europejska wszczęła procedurę nadmiernego deficytu¹ (EDP) dla siedmiu krajów: Belgii, Francji, Włoch, Węgier, Malty, Polski i Słowacji. Po zawieszeniu podczas pandemii Covid-19, a następnie znacznym przeglądzie w latach 2022-23, unijne przepisy fiskalne zaczynają się gotowe, by znów „gryźć” – ponownie działać. W tym tygodniu, zgodnie z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami², trzy główne gospodarki strefy euro – Francja, Włochy i Belgia – po raz kolejny znalazły się w centrum uwagi fiskalnej z powodu deficytów fiskalnych przekraczających docelowe 3% PKB (żadne naruszenie limitu zadłużenia lub redukcji zadłużenia nie mogło wywołać

¹ [Procedury nadmiernego deficytu - przegląd - Komisja Europejska \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/economy_finance/procedure-excess-deficit-procedure/)

² [2024_03_07_what_to_watch.pdf \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/2024-03-07-what-to-watch.pdf)

procedury nadmiernego deficytu w 2024 r., wykres 1). Następnie Rada do Spraw Gospodarczych i Finansowych omówi koordynację polityki dzisiaj, w dniu 21 czerwca, a następnie Komisja Europejska wyda nakaz otwarcia procedury, zanim piłka zostanie przekazana Radzie Europejskiej.



Źródła: LSEG Datastream, EC AMECO, Allianz Research

Decyzja ta nie mogła zapaść w bardziej skomplikowanym momencie, ponieważ przewodnicząca Komisji Europejskiej Ursula Von der Leyen stara się zapewnić sobie drugą kadencję, a Francja zmierza do bardzo burzliwych wyborów parlamentarnych. Będziemy jednak musieli poczekać do połowy lipca, aby dowiedzieć się, jak mocno zasady będą egzekwowane. Mądrze grając, Komisja pozostawiła Radzie podjęcie decyzji w sprawie zaleceń dla krajów naruszających przepisy w dniu 16 lipca, kiedy to spotkają się ministerstwa finansów. Niewykluczone, że propozycja spotka się z silnym sprzeciwem, biorąc pod uwagę duże znaczenie Francji, Włoch i Belgii, a także ich sojuszników politycznych w UE. Nawet jeśli procedura nadmiernego deficytu zostanie oficjalnie uruchomiona, jej formalne przyjęcie nastąpi dopiero w listopadzie pod rządami nowej Komisji Europejskiej. Co więcej, sankcje będą stosowane dopiero od przyszłego roku, ponieważ rok 2024 jest uważany za rok przejściowy dla koordynacji polityki fiskalnej.

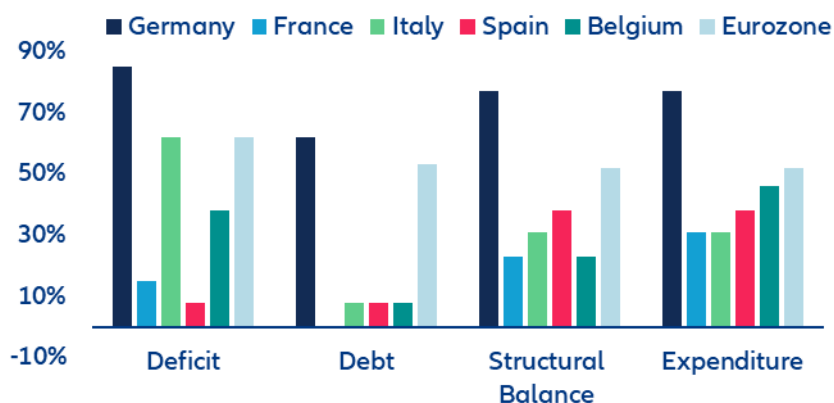
Stare ramy fiskalne były znane z braku wdrożenia (wykres 2) i słabego egzekwowania. Czy tym razem będzie inaczej?

Sankcje za nieprzestrzeganie przepisów nigdy nie były stosowane, co zmniejszało wiarygodność starego zestawu zasad i nie zachęcało rządów do tworzenia buforów fiskalnych. Niemniej jednak, zreformowane ramy obiecują większe egzekwowanie poprzez grywny. Jednocześnie okres przejściowy nowej procedury i obecność dodatkowych zabezpieczeń dają przestrzeń do interpretacji, a co za tym idzie, do pewnej elastyczności. Przykładowo, proponowana ścieżka naprawcza w ramach procedury nadmiernego deficytu może początkowo wykluczać płatności odsetkowe, dając obecnym rządóm pewną swobodę w dostosowaniu się, jednocześnie dodając wyzwania dla decydentów politycznych po 2027 roku.

Tym razem naprawdę chodzi o politykę. Dla Włoch procedura nadmiernego deficytu oznaczałaby dość znaczącą korektę fiskalną pod względem salda strukturalnego (około 1% PKB rocznie) i koszt do 0,05% PKB w grywnach³. Premier Giorgia Meloni mogłaby wykorzystać swój silny konsensus polityczny zarówno w kraju, jak i w Europie, aby zakwestionować niekorzystną decyzję. Jednak deficyt fiskalny w wysokości 7,4% PKB spowodowany latami hojnych i nieukierunkowanych ulg podatkowych będzie musiał zostać ostatecznie zmniejszony, aby zachować wiarygodność w oczach sojuszników z UE. We Francji żaden z możliwych wyników politycznych zbliżających się wyborów parlamentarnych w lipcu prawdopodobnie nie przyniesie redukcji deficytu. Nawet w naszym bazowym scenariuszu "technokratycznego" rządu Allianz Trade spodziewa się, że francuski deficyt publiczny przekroczy 4,5% PKB w latach 2025-26. W rzeczywistości ostatnie wydarzenia polityczne we Francji przypominają o tym, że „pętla zagłady” utrzymuje się i jest gotowa wstrząsnąć rynkami. Każde *faux pas* może poszerzyć spready wysoce zadłużonych krajów.

³ Grywna w przypadku nieprzestrzegania przepisów wyniesie do 0,05% PKB i będzie narastać co sześć miesięcy do czasu podjęcia skutecznych działań przez dany kraj.

Rysunek 2: Monitor zgodności⁴ (2011-2023)



Uwagi: Compliance Tracker śledzi liczbową zgodność z czterema głównymi zasadami Paktu Stabilności i Wzrostu. Ocenia on, czy w kategoriach czysto ilościowych odpowiednie agregaty fiskalne - saldo budżetowe, relacja długu do PKB lub wydatki rządowe - ewoluowały w granicach lub poza granicami określonymi przez reguły fiskalne.

Źródła: Komisja Europejska, Allianz Research

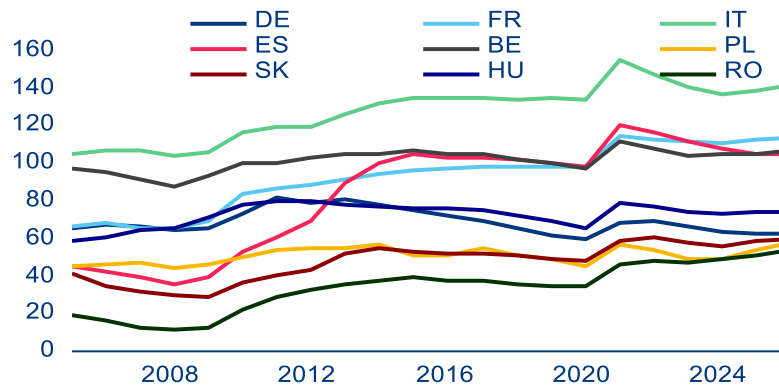
W Europie Środkowo-Wschodniej (CEE) Allianz Trade nie spodziewa się, by procedura nadmiernego deficytu wywołała gruntowne zmiany w polityce gospodarczej. Ryzyko kryzysu fiskalnego w najbliższej przyszłości jest stosunkowo niskie w regionie, choć obawiamy się o średnioterminowe perspektywy finansów publicznych, szczególnie w Rumunii. Kraje spoza strefy euro (np. Polska, Węgry, Rumunia) są zwolnione z kar za nieprzestrzeganie procedury nadmiernego deficytu, więc otwarcie procedury nadmiernego deficytu może skutkować ograniczeniem polityki fiskalnej tylko na Słowacji. W perspektywie krótkoterminowej nie obawiamy się jednak ryzyka fiskalnego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, ponieważ kryzys energetyczny złagodził, perspektywy wzrostu poprawiły się i ogłoszono pewne środki konsolidacji fiskalnej. Nasze oceny potwierdzają spadające rynkowe stopy procentowe i nasz własny wskaźnik ryzyka stabilności zadłużenia publicznego, który przypisuje gospodarkom Europy Środkowo-Wschodniej umiarkowane ryzyko napięć związanych z długiem państwowym w ciągu najbliższych dwóch lat.⁵ Perspektywy średnioterminowe dają nam jednak więcej powodów do niepokoju, ponieważ wskaźniki długu publicznego do PKB prawdopodobnie jeszcze wzrosną ze względu na oczekiwane utrzymujące się wysokie roczne deficyty fiskalne przekraczające -4,5% PKB, niedawny wzrost kosztów odsetek od zadłużenia i związany z tym wyższy koszt rolowania długu w nadchodzących latach, a także presję na zwiększenie wydatków publicznych ze względu na zobowiązania wojskowe i starzenie się społeczeństwa w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Rumunia budzi największe obawy, ponieważ nie podjęła żadnych skutecznych działań od czasu otwarcia procedury nadmiernego deficytu w 2020 r.

Podsumowując, chociaż decyzja z tego tygodnia nie będzie miała większego wpływu w perspektywie krótkoterminowej, kraje wymienione i „przywołane do tablicy” pozostaną prawdopodobnie w centrum uwagi przez jakiś czas. Podczas gdy oczekiwać można, że kraje europejskie przedstawią swoje średnioterminowe plany fiskalne do 20 września, nie należy spodziewać się większych wysiłków na rzecz konsolidacji fiskalnej. Deficyty publiczne zostały mocno dotknięte przez kryzys po kryzysie i prawdopodobnie będą stopniowo spadać z historycznie wysokich poziomów. Wskaźniki zadłużenia spadły ze swoich szczytów Covid-19 dzięki silnemu ożywieniu aktywności i podwyższonej inflacji, ale przewiduje się, że ponownie wzrosną we Francji, Włoszech i Belgii wraz ze spowolnieniem wzrostu (wykres 3). Na razie reakcja rynku była stonowana, podobnie jak w przypadku ostatnich epizodów poślizgów fiskalnych (tj. ogłoszenia przez Włochy większego niż oczekiwano deficytu w 2023 r.), ale temat ten może powrócić z nową siłą po wyborach we Francji, na których skupiona jest obecnie uwaga rynków finansowych.

⁴ [Monitor zgodności - Komisja Europejska \(europa.eu\)](#)

⁵ Rumunia zajęła 37th, Polska 53rd, a Węgry 54th spośród 95 gospodarek wschodzących i rozwijających się w naszej najnowszej ocenie ryzyka stabilności zadłużenia publicznego, przy czym pozycja 1 odzwierciedla najwyższe ryzyko; zob. [2024 02 08 what to watch-AZT.pdf](#), s. 11.

Wykres 3: Dług publiczny w relacji do PKB



Źródła: LSEG Datastream, EC AMECO, Allianz Research

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzędowski

+ 48 509 433 874

artur.niewrzędowski@multian.pl

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) poziomy 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.