

Allianz Research | 21 marca 2025 r.

## Niemcy dały radę!

Uwolnienie wydatków na obronę i infrastrukturę: jak i dlaczego z poślizgiem przełoży się to na wzrost gospodarczy (co decyduje też o polskim eksporcie); osłabiony przemysł wąskim gardłem we wdrażaniu środków; do środków publicznych dołączy wzrost inwestycji prywatnych; koszt obsługi długu nie powinien być problemem w dłuższej perspektywie – po uwzględnieniu bodźca do dodatkowego wzrostu.

**Ludovic Subran**  
Główny ekonomista i dyrektor ds.  
inwestycji  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

**Bjoern Griesbach**  
Starszy strateg inwestycyjny i  
ekonomista strefy euro  
[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)

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

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

**Maria Latorre**  
Doradca sektorowy  
[maria.latorre@allianz-trade.com](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)

**Garance Tallon**  
Asystent ds. badań  
[garance.tallon@allianz-trade.com](mailto:garance.tallon@allianz-trade.com)

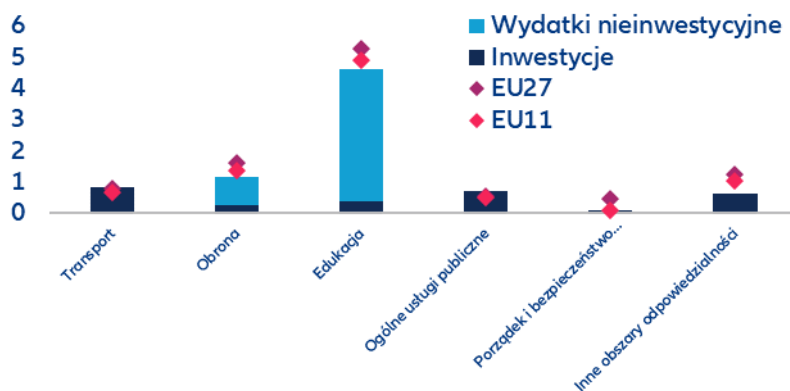
### W skrócie:

- Większością dwóch trzecich głosów Bundestag wyłączył wydatki na obronę z reguł (zrównoważonego) normalnego budżetu, zezwalając na nowe zadłużenie powyżej 1% PKB
- Utworzono również specjalny fundusz infrastrukturalny w wysokości 500 mld EUR, aby zaradzić potrzebom narosłym przez dziesięciolecia niedoinwestowania (zasób kapitału zmniejszył się o -10 punktów procentowych w ciągu ostatniej dekady).
- W pierwszej kolejności będą realizowane wydatki na obronę, a wdrożenie projektów infrastrukturalnych prawdopodobnie będzie wymagać więcej czasu.
- W opinii Allianz Trade bodziec ten może jednak zwiększyć równocześnie inwestycje prywatne nawet o +5,9% łącznie w ciągu 12-letniego okresu funkcjonowania funduszu infrastrukturalnego, chociaż do pełnego uwolnienia i wykorzystania potencjału tego wzrostu potrzebne są reformy strukturalne.
- Allianz Trade szacuje, że finansowane długiem wydatki fiskalne dodadzą +0,3% do PKB Niemiec w 2025 r., a skala tak pobudzonego dodatkowego wzrostu przyspieszy do +1,7% w 2026 r. i +2,1% w 2027 r.
- Nadal jednak równolegle utrzymują się zagrożenia, takie jak inflacja i ograniczenia w zdolnościach produkcyjnych, a wskaźnik zadłużenia do PKB ma przekroczyć do 2037 r. 72%, z obecnego poziomu 62,8%.
- Rynki kapitałowe wyceniły już w tym tygodniu to głosowanie i obecnie wyceniają stopy procentowe dla Niemiec o około 30pb wyżej. Biorąc pod uwagę pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy i inflację, wynikające z tego dodatkowe koszty obsługi zadłużenia dla Niemiec powinny być możliwe do opanowania (0,1-0,2% PKB, ceteris paribus – w tych samych okolicznościach).

**Na nadzwyczajnym posiedzeniu w tym tygodniu Bundestag przyjął poprawki do Ustawy Zasadniczej w zakresie obronności, infrastruktury i neutralności klimatycznej, które mogą wyciągnąć Niemcy z gospodarczego dołka.** W Bundestag znalazła się większość dająca wymagane dwie trzecie głosów, aby zwolnić wydatki na obronę - w tym ochronę ludności i obronę, cyberbezpieczeństwo, wywiad i wsparcie dla państw zaatakowanych z naruszeniem prawa międzynarodowego - z reguł normalnego budżetu, gdy przekroczone zostanie 1% PKB wydatków na ten cel, co umożliwi rządowi federalnemu zaciągnięcie nowego długu. Ponadto Bundestag postanowił dodać do konstytucji specjalny fundusz w wysokości 500 mld euro na finansowanie nowych inwestycji w infrastrukturę i osiągnięcie neutralności klimatycznej do 2045 roku. Ten specjalny fundusz może zostać uruchomiony na dodatkowe inwestycje tylko jeśli 10% normalnego budżetu federalnego zostanie uprzednio wydane na inwestycje. 100 mld euro z tego funduszu zostanie przeznaczony na Fundusz Klimatyczny i Transformacyjny (KTF), a kolejne 100 mld euro będzie dostępne dla krajów związkowych na inwestycje w ich infrastrukturę, zwłaszcza sieci ciepłownicze i inne sieci związane z energią.

Wydatki fiskalne są krokiem we właściwym kierunku, ponieważ Niemcy muszą pilnie odbudować swoją infrastrukturę publiczną po latach zaniedbań, a jednocześnie w szczególności zwiększyć i ustabilizować wydatki zorientowane na przyszłość. W ciągu ostatniej dekady wartość niemieckiego kapitału (w środkach trwałych) zmniejszyła się o 10 punktów procentowych. Niedoinwestowanie było najbardziej dotkliwe w infrastrukturze publicznej - kolejach, autostradach i drogach wodnych - ze szczytową stratą -22 mld EUR w 2023 r., co pogłębia niekorzystną sytuację. Kluczowe obszary w wydatkach ukierunkowanych na przyszłość, takie jak infrastruktura transportowa, edukacja i obrona, stanowią obecnie nieco poniżej 25% wydatków publicznych na szczeblu federalnym, stanowym i lokalnym. Ich udział w PKB pozostawał względnie stabilny w ostatnich dziesięcioleciach, ale nadal jest poniżej średniej UE (7,3% PKB w 2023 r. wobec średniej unijnej 10,5%), zwłaszcza w przypadku obronności i edukacji (wykres 1). Nawet przy pakiecie fiskalnym Niemcy nadal stać będą przed wyzwaniem przyspieszenia rozwoju infrastruktury, ponieważ ograniczenia w zdolnościach produkcyjnych i napięcia na rynku pracy spowolnią wydatkowanie i wdrażanie środków. Z drugiej strony, nacisk na inwestycje publiczne będzie zapewne również stymulować inwestycje sektora prywatnego – jak Allianz Trade szacuje wzrost z tym związanym może wynieść +5,9% łącznie w ciągu 12-letniego okresu funkcjonowania funduszu infrastrukturalnego, pod warunkiem jednak, że pakietowi fiskalnemu towarzyszyć będą reformy strukturalne, takie jak reformy podatkowe lub ograniczenie biurokracji.

Wykres 1: Wydatki publiczne ukierunkowane na przyszłość są w Niemczech niższe niż średnia UE

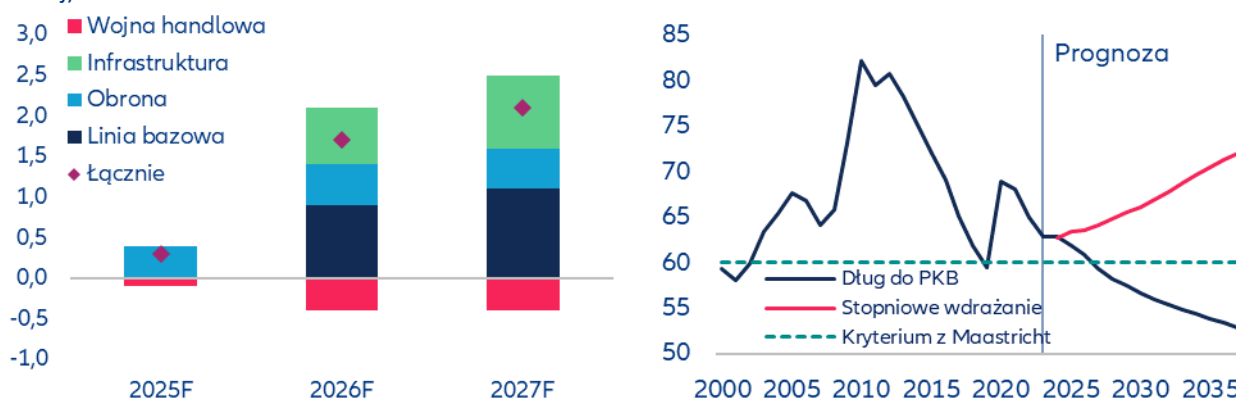


Źródła: Eurostat, Allianz Research. Uwaga: UE11 to 11 europejskich państw założycielskich.

Podczas gdy wydatki na obronę prawdopodobnie będą już na wstępie skoncentrowane, to wdrożenie projektów infrastrukturalnych zajmie trochę czasu, choć i tak zwiększy to prognozę niemieckiego PKB. Zastosowaliśmy dolną granicę mnożników dla infrastruktury i obronności, ponieważ uruchomienie infrastruktury zajmie trochę czasu, a wydatki na obronność mają zwykle skromniejszy wpływ (na wzrost), ponieważ część środków przeznaczana jest na importowany sprzęt, a nie na produkcję krajową. Zakładając stopniowe wdrażanie dodatkowych 2% PKB wydatków fiskalnych finansowanych długiem<sup>1</sup>, PKB może wzrosnąć w następstwie tego o +0,3% w 2025 r. (w porównaniu z bazowym poziomem stagnacji), +1,7% w 2026 r. (z +0,9%) i +2,1% w 2027 r. (z +1,1%) (wykres 2, po lewej). Jednak wydatki fiskalne finansowane długiem prawdopodobnie zwiększą również inne zagrożenia, takie jak wzrost płac i inflację, ponieważ ograniczenia dostępnych mocy produkcyjnych będą hamować wzrost produkcji. Przy stopniowym wdrażaniu wskaźnik zadłużenia do PKB osiągnąłby nieco ponad 72% do 2037 r. (wykres 2, po prawej).

<sup>1</sup> Wydatki na obronę osiągną 3% PKB do 2025 r., a wydatki na infrastrukturę zaczną się materializować dopiero od 2026 r. ze względu na dłuższe ramy czasowe projektów, przy jednoczesnym uwzględnieniu wzajemnych ceł na aluminium i samochody w wysokości 25% ze strony USA, które weszły w życie 12 marca 2025 r.

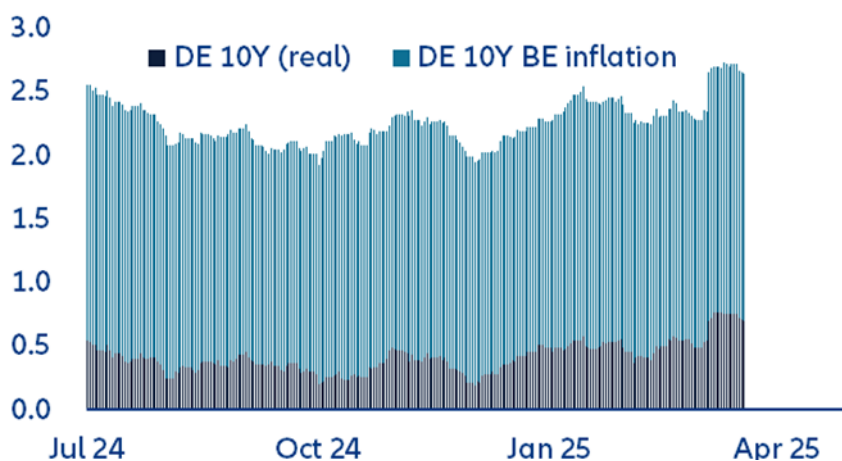
Wykres 2: Wzrost wynikający z pakietu fiskalnego, r/r w pp i ogółem w % (po lewej) oraz dług publiczny w % PKB (po prawej)



Źródła: LSEG Datastream, NATO, Oxford Economics, Allianz Research. Uwaga: Zakładamy stopniowe wdrażanie.

**Rynki już wcześniej w dużej mierze wyceniły głosowanie w Bundestagu.** Rynki finansowe nie zareagowały zbyt mocno na wtorkowe głosowanie, utrzymując reakcję obserwowaną w pierwszych dwóch dniach po jego zapowiedzi 4 marca. Ogólnie rzecz biorąc, krzywa rentowności przesunęła się w górę o około 20-30 pb (2 letnie papiery skarbowe o 15 pb, 10-letnie o 30 pb, i 30-letnie również o 30 pb). Ruch ten był spowodowany wyższymi realnymi stopami procentowymi (17 pb) i w nieco mniejszym stopniu wyższymi oczekiwaniami inflacyjnymi (14 pb, wykres 3). Niemiecki indeks giełdowy (DAX) wzrósł o +5%, zwiększając zyski w ujęciu rocznym do 17%. Euro umocniło się o 3,0% do 1,09 w stosunku do USD. Ogólnie rzecz biorąc, reakcja rynku odzwierciedla naszą opinię i nie widzimy pola do dalszego wzrostu rentowności (kosztu obsługi obligacji rządowych) w oparciu o to wydarzenie.

Wykres 3: Realne rentowności i inflacja wpłynęły na wzrost rentowności niemieckich 10-latek już po ogłoszeniu planów nowych wydatków, zmiana %



Źródła: Bloomberg, Allianz Research.

**Wyższe stopy procentowe przekładają się na około 0,1-0,2% PKB dodatkowego deficytu fiskalnego w długim okresie, co powinno być zaakceptowane i opanowane.** Jeśli założymy, że koszty zadłużenia wzrosną o 30 punktów bazowych w długim okresie, przełoży się to na 8 mld EUR dodatkowych kosztów odsetkowych rocznie, biorąc pod uwagę obecny stan zadłużenia w wysokości 2,6 bln EUR. Jest to równowartość 0,19% PKB dodatkowego deficytu. Liczba ta może być lepszym wskaźnikiem, ponieważ a) minie trochę czasu, zanim dodatkowe koszty odsetkowe przełożą się na cały stan zadłużenia ze względu na średnią zapadalność długu i b) całkowity stan zadłużenia będzie stopniowo wzrastał (ogólnie, ale także z powodu dodatkowych wydatków), ale tak samo jak nominalny PKB, biorąc pod uwagę wyższy wzrost gospodarczy i trajektorię inflacji, ceteris paribus. Podsumowując, 0,1-0,2% PKB dodatkowego deficytu wynikającego z wyższych kosztów odsetkowych wydaje się nie być problemem nie do opanowania dla Niemiec. Dlatego też efekt ten sam w sobie nie ma wpływu na naszą prognozę stóp procentowych. Głównym powodem założenia wyższych stóp procentowych jest raczej wzrost oczekiwań inflacyjnych, a nie wzrost emisji długu.

---

**Kontakt z Allianz Trade**

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

[grzegorz.blachnio@allianz-trade.com](mailto:grzegorz.blachnio@allianz-trade.com)**Kontakt z multiAN PR**

Artur Niewrzędowski

+ 48 509 433 874

[artur.niewrzędowski@multian.pl](mailto: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 znacząco różnić się 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) w szczególności w sektorze bankowym, zakres niespłaconych kredytów, (vii) poziomy stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany w przepisach prawa i regulacjach, w tym regulacjach podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji i środki reorganizacyjne, oraz (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**

Spółka 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.