ALLIANZ RESEARCH

STREFA EURO: EKONOMIA CZARNEJ DZIURY

4 maja 2020 r.

GEORGES DIB
Ekonomista
Georges.dib@eulerhermes.com

PATRICK KRIZAN
Starszy Ekonomista
Patrick.krizan@allianz.com

SELIN OZYURT
Starszy Ekonomista
Seline.ozyurt@eulerhermes.com

KATHARINA UTERMÖHL, CFA
Starszy Ekonomista
katharina.utermoehl@allianz.com

Najostrzejszy kwartalny spadek w historii

Kryzys Covid-19 uderzył w gospodarkę strefy euro niczym meteoryt. Zgodnie ze wstępnymi, szybkimi szacunkami Eurostatu PKB strefy euro spadło o -3,6% kw./kw. w pierwszym kwartale 2020 r. – największy spadek w historii. W celu porównania i dokonania zestawienia, w I kw. 2009 r., u szczytu wielkiego kryzysu finansowego, PKB strefy euro spadło o -3,1% kw./kw. Dostępne krajowe publikacje PKB potwierdzają, że uderzenie w działalność gospodarczą było powszechne w całym regionie, bez gospodarki odpornej na szok: Włochy (-4,7% kw./kw.), Francja (-5,8% kw./kw.) i Hiszpania (-5,2% kw./kw.) odnotowały najostrzejsze spadki, niemniej spadki PKB w Belgii (-3,9% kw./kw.) i Austrii (-2,5% kw./kw.) również okazały się dramatyczne.

Ekonomia czarnej dziury

Obecne publikacje PKB wyraźnie trzeba traktować z przymrużeniem oka. Mając niewielką ilość twardych danych gospodarczych dostępnych za marzec, urzędy statystyczne w istocie podkreślały nawet wyższą niż zwykle niepewność otaczającą ich szacunki wzrostu za I kw. Na przykład: wobec braku danych administracyjnych urząd statystyczny Belgii stwierdził, że zastosował zaadaptowaną metodologię, zgodnie z którą uwzględniono szeroką gamę dostępnych informacji, w tym komunikaty prasowe, strony internetowe, kontakty z przedsiębiorstwami i różne badania, jako dane wejściowe w celu sformułowania założeń dotyczących wpływu Covid-19 na gospodarkę. Należy zatem spodziewać się istotnych korekt w nadchodzących miesiącach.

I kw. stanowi jedynie wierzchołek góry lodowej, II kw. będzie ZNACZNIE gorszy

Jeżeli dane za I kw. były irytujące, to lepiej nie pytać, co przyniesie II kw. 2020 r. Spodziewamy się, że zobaczymy dwucyfrowy kwartalny spadek PKB na poziomie blisko -17% kw./kw. w ciągu trzech miesięcy pomiędzy kwietniem i czerwcem. W końcu, środki ograniczające rozprzestrzenianie się epidemii zostały wprowadzone w większości gospodarek strefy euro dopiero w połowie marca i zaczęły w pełni dawać się we znaki w kwietniu, kiedy to, jak sądzimy, poziom działalności gospodarczej spadł o 30%-40% poniżej poziomu normalnego. Chociaż w Allianz i Euler Hermes widzimy światełko na końcu tunelu – z gospodarkami wykazującymi oznaki nieśmiałego ożywienia wraz ze stopniowym łagodzeniem środków ograniczających rozprzestrzenianie się epidemii w kilku krajach od początku maja – szybki powrót do codziennego życia sprzed Covid-

19 wydaje się bardzo mało prawdopodobny. Ostatecznie, spodziewamy się, że konsumpcja i działania inwestycyjne pozostaną skromne w fazie pokryzysowej aż do czasu wprowadzenia szczepionki, ponieważ: (1) niektóre środki ograniczające rozprzestrzenianie się epidemii nie zostaną złagodzone (w szczególności ograniczenia dotyczące dużych zgromadzeń i podróżowania, co sugeruje, że sektory te mogą w pełni nie wznowić działalności w 2020 r.); (2) klienci pozostaną ostrożni zwłaszcza na początkowych etapach znoszenia ograniczeń (tj. nie wszyscy jeszcze wybiorą się do kina w maju); (3) zajmie nieco czasu, zanim zwolnieni pracownicy lub osoby pracujące w zmniejszonym wymiarze godzin zostaną ponownie wchłonięci przez rynek pracy, co wstrzyma wydatki konsumpcyjne; (4) popyt zewnętrzny może pozostać osłabiony w najbliższym okresie ze względu na to, że kraje nie znoszą ograniczeń w tym samym czasie, zatem w najlepszym przypadku może również okazać się, że działania inwestycyjne będą miały ograniczony wymiar. Dlatego dopiero w połowie 2021 r. PKB strefy euro powróci do poziomu sprzed Covid-19. Jednak w niektórych krajach, w szczególności w tych, które chełpią się dużym udziałem o wartości dodanej w usługach i turystyce, proces uzdrawiania gospodarki może trwać aż do połowy 2021 r. ze względu na to, że sektory te mogą notować dłużej trwające szkody z powodu kryzysu. Zakładając brak dalszych istotnych bodźców fiskalnych w dążeniu do sprawnego ożywienia gospodarki, wydaje się, że gospodarka strefy euro skurczy się o -9,3% w 2020 r. Odbicie w 2021 r. na poziomie +9,3% opiera się na założeniu, że odkrycie i szeroko zakrojona dystrybucja szczepionki umożliwi powrót do normalności.

We **Francji,** PKB spadł gwałtownie o -5,8% kw./kw., całkiem zgodnie z naszym szacunkiem -6,1%, ale znacznie powyżej oczekiwań konsensusu -4%. To najgwałtowniejszy spadek w historii szeregów kwartalnych, tj. od 1949 r. Ten spadek był znacznie większy od tych odnotowanych w I kw. 2009 r. (–1,6% kw./kw.) lub II kw. 1968 r. (–5,3%), epizodach niedawnych recesji. Spadek w wydatkach na konsumpcję gospodarstw domowych (–6,1%) był nieco bardziej umiarkowany od naszych oczekiwań, podczas gdy dramatyczny spadek inwestycji (–11,8%) znacznie przewyższył oczekiwania. Eksport spadł dość drastycznie (–6,5%), podczas gdy spadek w imporcie był nieznacznie mniejszy (-5,9%). Jak należało się spodziewać, przedsiębiorstwa zgromadziły zapasy, napędzane przez bezprecedensowy krajowy i zewnętrzny szok (+0,9 p.p.), ponieważ wszelka działalność inna niż istotna wygasła po wprowadzeniu blokady gospodarki. Równocześnie wydatki rządowe obniżyły się o -2,4% kw./kw. w I kw. z tego względu, że zamknięcie urzędów administracji publicznej zaważyło na wydatkach. Idąc dalej, prognozujemy, że PKB zmniejszy się zdecydowanie o -16% kw./kw. w drugim kwartale, dlatego że działalność pozostanie około 30% poniżej normalnego poziomu przez okres zamrożenia gospodarki, co - jak się oczekuje - będzie trwać co najmniej do 11 maja. W ciągu roku, spodziewamy się, że realny PKB spadnie o -8,9%, gdyż przewidujemy wyłącznie bardzo stopniowe wznawianie działalności w okresie zdejmowania ograniczeń, który - według naszych prognoz - potrwa od trzech do czterech miesięcy. Przewidujemy, że działalność produkcyjna i budowlana zostanie wznowiona szybciej i osiągnie poziom sprzed kryzysu na koniec roku, jednak usługi pozostaną poniżej do II kw. 2021 r., w przypadku braku leczenia lub szczepionki. W odniesieniu do popytu krajowego, zarówno wydatki konsumpcyjne

(-13,1%), jak i inwestycje (-13,1%) spadną gwałtownie w środowisku panującej niepewności. Oczekuje się, że eksport netto będzie dodatni (+1%) w 2020 r. ze względu na import (-13,3%) spadający bardziej niż eksport (-10,6%). Stosownie do oczekiwań zmiana w zapasach osiągnie nieznaczną wartość ujemną (-0,8%), odzwierciedlając pozbywanie się zapasów przez przedsiębiorstwa, starające się poprawić swoje pozycje gotówkowe przy wyjściu z kryzysu, utrzymując presje deflacyjne na wysokim poziomie. Zagrożenia dla naszego podstawowego scenariusza (ożywienie gospodarcze w kształcie litery U i odbicie wzrostu PKB +9,6% w 2021 r.) maleją.

We **Włoszech**, spadek -4,7% kw./kw. realnego PKB w pierwszym kwartale był wyraźnie mniejszy od przewidywanego konsensusu (-5,4% kw./kw.). Oznacza to, że pomimo skali kryzysu sanitarnego, rygorystyczności blokady gospodarki i regionalnej koncentracji pandemii w twierdzy ekonomicznej na północy Włoch, kraj doświadczył znacznie mniejszego spadku realnego PKB niż Francja. Jednak uważamy, że istnieje szerokie pole do znaczącej korekty w dół w najbliższych miesiącach. Dane dotyczące bezrobocia za marzec opublikowane wcześniej dzisiaj (spadek z 9,7% do 8,4%) już pokazały, że występują rzeczywiście problemy z prawidłowym rejestrowaniem danych w trakcie blokady.

Nawet jeśli rząd wdroży plan stopniowego znoszenia ograniczeń (począwszy od 4 maja), działalność gospodarcza prawdopodobnie ulegnie dalszemu pogorszeniu w II kw., gdy spadek inwestycji i utrata przychodów z turystyki będą miały znacznie większy negatywny wpływ (co najmniej -16% kw./kw.). Dopiero w II poł. powinniśmy zobaczyć stopniowy powrót do ekonomicznej normalności. Niemniej rzeczywiste wyniki prawdopodobnie spadną o -11,4% w tym roku, najgłębsza recesja od II wojny światowej. Nawet przy silnym odbiciu w 2021 r. (szacunkowo +11%) realny PKB Włoch wciąż będzie znajdował się 3% poniżej poziomu sprzed kryzysu Covid-19.

Według wstępnych danych w **Hiszpanii** PKB obniżył się o -5,2% kw./kw. w pierwszym kwartale po wzroście +0,4% kw./kw. w IV kw. 2019 r. W ujęciu rocznym PKB spadł o -4,1% po wzroście +1,8% w IV kw. 2019 r. Krajowy urząd statystyczny zastosował liczbę przepracowanych godzin, która spadła o -5% kw. /kw., do doprecyzowania swojego oszacowania działalności w marcu. Spadek PKB był głównie spowodowany popytem wewnętrznym, który zmniejszył wartość wzrostu o -5,3 p.p., podczas gdy spadek eksportu prawie perfekcyjnie odpowiadał spadkowi importu. Z perspektywy sektorów, zgodnie z oczekiwaniami, najbardziej dotknięta została działalność budowlana, odnotowując spadek -8,1% kw./kw., w dalszej kolejności usługi -5,6%, z ogromnym spadkiem w handlu, transporcie i sektorze hotelarsko-gastronomicznym (-10,.9%) i działalności związanej ze sztuką oraz rekreacją (-11,2%). W II kw. spodziewamy się spadku -19% kw./kw., ponieważ szok może być trzykrotnie większy ze względu na blokadę gospodarki trwającą 1,5 miesiąca, po której nastąpi osłabienie działalności w okresie znoszenia ograniczeń (80% działalności sprzed kryzysu). Generalnie, w 2020 r., prognozujemy roczny spadek -11% hiszpańskiego PKB, zgodnie z głębokim spadkiem konsumpcji prywatnej (-15,7%) i inwestycji (-12,7%). W rezultacie w tym roku spodziewamy się wzrostu upadłości +24%. Powrót do nominalnej wartości PKB z 2019 r. może nastąpić dopiero na koniec 2021 r.

Rysunek 1: Wzrost PKB strefy euro (%)

	2017	2018	2019	2020	2021
Członkowie strefy euro	**2,7**	**1,9**	**1,2**	**-9,3**	**9,3**
Niemcy	2,8	1,5	0,6	-8,9	8,7
Francja	2,4	1,7	1,3	-8,9	9,6
Włochy	1,7	0,7	0,3	-11,4	11,0
Hiszpania	2,9	2,4	2,0	-11,0	10,0

Źródła: Euler Hermes, Allianz Research

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 nieznane 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 osiąganych 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

EULER HERMES

Allianz