

Dział Analiz Allianz

# Wybory śródkresowe w USA: powrót republikanów i impasów w polityce (fiskalnej)

listopad 2022



## STRESZCZENIE

Maxime Darmet  
Starszy Ekonomista ds.  
USA i Francji  
[maxime.darmet@  
allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

Eva Davidsdottir  
Manager ds. Spraw  
Publicznych  
[eva.davidsdottir@  
allianz.com](mailto:eva.davidsdottir@allianz.com)

Dan North  
Starszy Ekonomista ds.  
USA i Kanady  
[dan.north@  
allianz-trade.com](mailto:dan.north@allianz-trade.com)

- **W związku z tym, że Partia Republikańska kontroluje obecnie Izbę Reprezentantów (wyniki wyborów do Senatu zostaną wkrótce ogłoszone), w ciągu najbliższych dwóch lat nie zostaną preforsowane żadne istotne ustawy gospodarcze i podatkowe.** Ponieważ Partia Republikańska (GOP) prowadziła kampanię na rzecz ograniczenia wydatków socjalnych, co jest sprzeczne z programem prezydenta Bidena, szanse na uchwalenie zwiększenia dotacji dla rodzin i wyższego opodatkowania osób zamożnych są obecnie niemal zerowe. Prezydent Biden będzie prawdopodobnie wetował każdą ustawę zainicjowaną przez republikanów.
- **Stany Zjednoczone stoją w obliczu pogarszających się perspektyw fiskalnych, na które nakłada się osłabienie gospodarki. Dyscyplina fiskalna będzie analizowana pod kątem wpływu na powstrzymanie inflacji.** Duży wpływ na poprawę w zakresie deficytu budżetowego mają czynniki tymczasowe, które wkrótce ulegną odwróceniu. Allianz Trade uważa, że na przełomie roku Stany Zjednoczone wejdą w recesję, co powinno spowodować wzrost deficytu do poziomu -6,6% PKB w 2023 (sektor instytucji rządowych i samorządowych) z poziomu -4,3% w 2022 roku. Z powodu pandemii, polityka fiskalna miała znacznie większy wpływ na wzrost inflacji niż polityka pieniężna (3,5 pkt. proc. wobec 1 pkt. proc. w 2021 roku). Zacieśnienie polityki fiskalnej pomoże obniżyć inflację na początku 2023 roku (o około -1 pkt. proc.), ale w celu ograniczenia inflacji Bank Rezerw Federalnych (Fed) będzie musiał utrzymać stopy procentowe na poziomie 4,75% co najmniej do lata przyszłego roku.
- **Impas w sprawie pułapu zadłużenia może wywołać zawirowania na rynku w pierwszej połowie 2023 roku. Allianz Trade uważa, że wsparciem dla gospodarki będzie kompromis fiskalny.** Zgodnie z naszymi prognozami, z powodu pogarszających się perspektyw fiskalnych, pułap zadłużenia zostanie przekroczony już w II kwartale 2023 roku. Polityczna walka z republikanami, którzy grożą, że nie podniosą pułapu, będzie dodatkowym utrudnieniem dla już słabnącej gospodarki. Dwustronne podniesienie pułapu zadłużenia o 0,2 pkt. proc. PKB w 2023 roku jest więc prawdopodobne; brak takiego podniesienia byłby dla republikanów kosztowny politycznie przed wyborami prezydenckimi w 2024 roku. Zwiększone zostaną wydatki na obronę i politykę przemysłową. Możliwe jest również preforsowanie niewielkich obniżek podatków dla gospodarstw domowych.
- **Dzięki republikańskiej większości w Izbie, prawdopodobne jest przyspieszenie wprowadzania środków restrykcyjnych wobec Chin. Stosunki z Europą zostaną nadszarpnięte przez zaostrzenie polityki przemysłowej.** W okresie przygotowań do wyborów prezydenckich w 2024 roku zarówno Partia Demokratyczna, jak i Republikańska będą prawdopodobnie kontynuować postawę "twardego stanowiska wobec Chin", co będzie stanowiło podstawę do dalszego wzmocnienia konkurencyjności USA i zwiększania ograniczeń w dostępie Chin do kluczowych

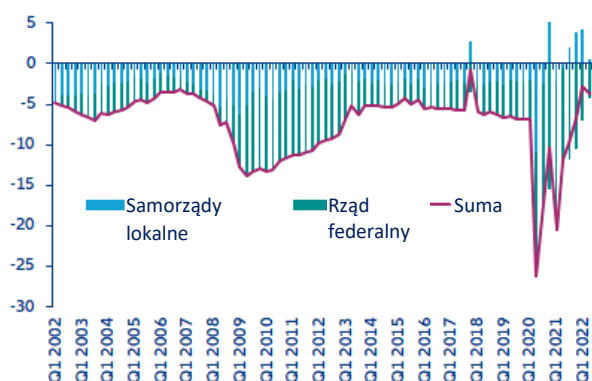
technologii. Po drugiej stronie Atlantyku, Unia Europejska podkreśla obawy dotyczące zakłócenia konkurencji transatlantyckiej przez Ustawę o obniżeniu inflacji (IRA).

### Co dla perspektyw fiskalnych oznacza Izba Reprezentantów zdominowana przez Partię Republikańską?

Allianz Trade oczekuje, że na przełomie roku gospodarka USA wejdzie w recesję i w 2023 roku przewidujemy spadek PKB o -0,7%, do czego przyczyni się połączenie gwałtownie rosnących kosztów pożyczek, zaostrzonych warunków udzielania kredytów i negatywnych skutków bogactwa. Słabnąca gospodarka oraz osłabienie czynników tymczasowych, które wzmocniły finanse publiczne, doprowadzą do pogorszenia perspektyw fiskalnych. Uważamy, że pogarszające się wyniki gospodarcze zmuszą w końcu Kongres i Białe Dobre do porozumienia w sprawie zniesienia pułapu zadłużenia i nieznacznego złagodzenia polityki fiskalnej.

**Trudna sytuacja na rynku pracy i środki wprowadzane w związku z pandemią sprawiły, że deficyt USA osiągnął rekordowo niski poziom.** W szczytowym momencie pandemii, tj. w II kwartale 2020 roku, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w USA (rząd federalny + władze lokalne) wyniósł ponad 26% PKB (5100 mld USD w ujęciu rocznym), ponieważ rząd uruchomił masowe wsparcie, a gospodarka uległa załamaniu (zob. Wykres 1). W całym roku kalendarzowym 2020, deficyt sektora rządowego był bliski -15% PKB, co oznacza zwiększenie z poziomu -6.7% odnotowanego w 2019 roku.

Wykres 1: Deficyt publiczny rządu federalnego i samorządów lokalnych (% PKB, suma krocząca z czterech kwartałów)



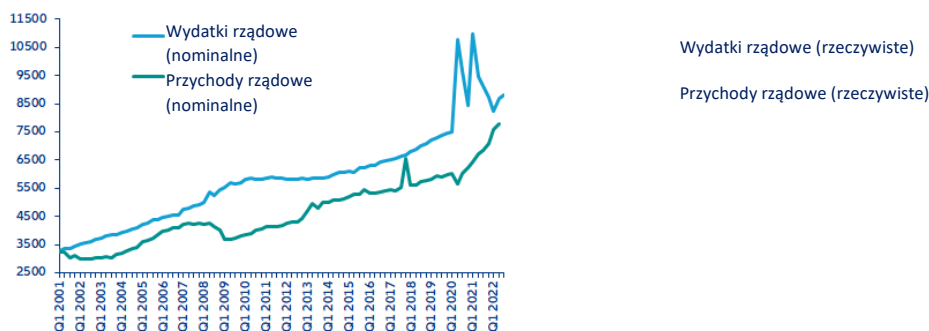
Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Jednak począwszy od drugiej połowy 2021 roku, deficyt budżetowy amerykańskiego sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejsza się imponująco szybkim tempie. W II kwartale 2022 roku osiągnął historycznie niski poziom -3,6% PKB - znacznie niższy niż w większości krajów europejskich i Japonii. Po stronie wydatków, nakłady rządowe zostały mocno ograniczone (około 8800 mld USD w ujęciu rocznym w II kwartale 2022 roku). W rzeczywistości, po uwzględnieniu inflacji, wydatki rządowe powróciły do poziomu sprzed pandemii, a wręcz spadły poniżej tendencji sprzed pandemii (zob. Wykres 2, strona prawa). Ograniczenie wydatków wynika z i) zakończenia działań pomocowych z okresu pandemii oraz ii) niższych wydatków na świadczenia społeczne przy rekordowo niskim bezrobociu.

Po stronie przychodów, chociaż gwałtowny wzrost inflacji od początku 2021 roku spowodował zwiększenie wpływów podatkowych (zob. Wykres 2, strona lewa), to jednak wpływy z podatków w ujęciu skorygowanym o inflację również były wysokie (zob. Wykres 2, strona prawa). Wynika to z

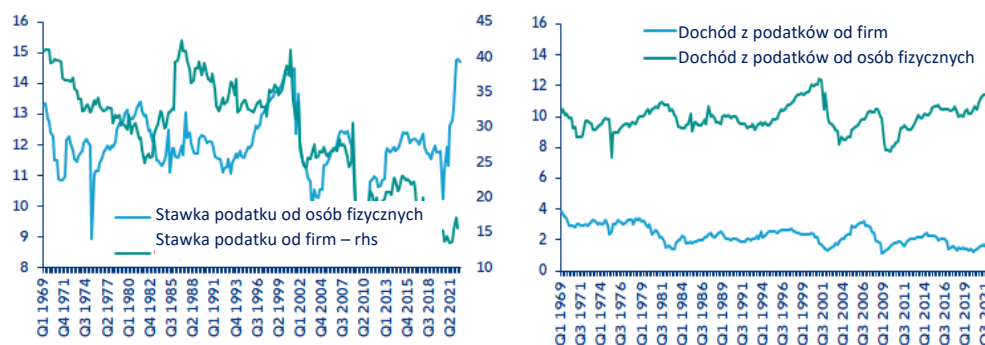
dużego poboru podatku dochodowego od osób fizycznych, który osiągnął rekordowo wysoki poziom ponad 12% PKB (zob. Wykres 3, strona prawa). Efektywna stawka podatku od osób fizycznych wzrosła do blisko 15% (zob. Wykres 3, strona lewa). Tymczasem wpływ z podatku od osób prawnych pozostają na niskim poziomie.

Wykres 2: Wydatki i dochody sektora instytucji rządowych i samorządowych: po lewej: aktualne w mld USD, kwartalne (nominalne), po prawej: 2021 w mld USD, kwartalne (rzeczywiste)



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 3: Podatki dochodowe od osób fizycznych i firm: po lewej: stopy efektywne, po prawej: pobór przychodów jako % PKB



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

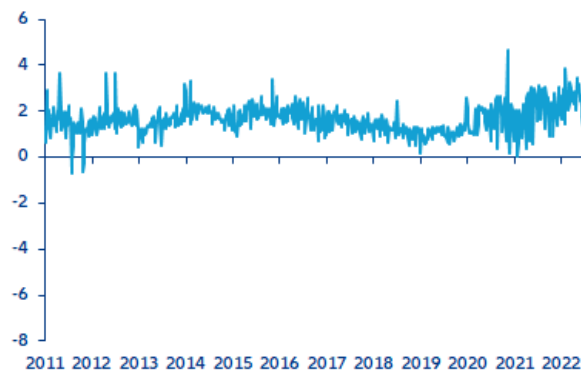
**Wysokie wpływy z podatku dochodowego można przypisać tymczasowemu wzrostowi dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych w latach 2020-21.** W czasie pandemii w latach 2020-21 zagregowany wzrost płac znacznie przewyższał inflację. Ponieważ osoby fizyczne płacą podatki dochodowe z rocznym opóźnieniem, amerykański skarb państwa dostrzega wzrost wpływów podatkowych w 2022 roku. Ponadto nie podniesiono znacznie progów podatkowych, ponieważ inflacja w 2021 roku była niska<sup>1</sup>, co oznacza, że wiele osób pracujących zostało przesuniętych do wyższych progów podatkowych.

W latach 2020-21 dochody rozporządzalne wzrosły również z powodu dopłat pandemicznych i dodatkowych zasiłków dla bezrobotnych. Gospodarstwa domowe płacą dziś dodatkowe podatki od zawyżonych dochodów, które obejmują również dopłaty rządowe. Innymi słowy, rząd federalny odbiera część pieniędzy, które wysłał gospodarstwom domowym w czasie pandemii.

<sup>1</sup> Progi podatkowe aktualizowane są corocznie z uwzględnieniem inflacji.

Jednocześnie straty Banku Rezerw Federalnych (Fed) oznaczają, że skarb państwa zostanie pozbawiony 0,5% PKB fiskalnego dobrodziejstwa. Przy gwałtownym podwyższeniu stóp procentowych przez Fed, koszty jego oprocentowanych zobowiązań szybko rosną. W rzeczywistości koszty związane z odsetkami przewyższają obecnie dochody z odsetek od aktywów Fedu, a Fed ponosi straty (zob. Wykres 4: liczby ujemne oznaczają straty). W ciągu ostatniej dekady Fed odprowadzał zyski w wysokości około 0,5% PKB rocznie, co jest kwotą niebagatelną. Oznacza to, że przynajmniej przez kilka lat w źródłach dochodów rządu federalnego pozostanie luka.

Wykres 4: Tygodniowe wpłaty Banku Rezerw Federalnych do Skarbu Państwa (w mld USD, wartość ujemna = straty Fed)

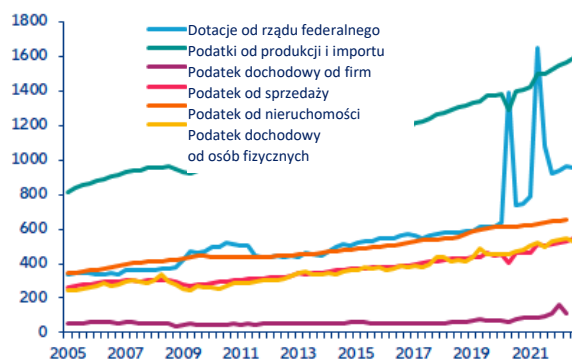


Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Podczas gdy deficyt budżetowy rządu federalnego szybko się zmniejszył, poprawa finansów władz lokalnych (LC, czyli zasadniczo stanów) była spektakularna. Od połowy 2021 roku samorządy lokalne osiągają stałe nadwyżki publiczne (zob. ponownie Wykres 1).

Jedną z przyczyn są rosnące dochody rządowe w stanach górniczych, wynikające z wysokich cen energii i zwiększonych dostaw LNG do Europy. W Nowym Meksyku na przykład ropa naftowa i gaz ziemny stanowią ponad 40% dochodów rządu stanowego, a udział ten rośnie w związku z wojną w Ukrainie. Jednak na poziomie zagregowanym władz lokalnych poprawa finansów publicznych wynika głównie z dużego skoku dotacji federalnych (zob. Wykres 5) - drugiego co do wielkości źródła dochodów władz lokalnych. Po stronie wydatków władze lokalne nie wykazały się taką samą powściągliwością jak rząd federalny, a ich łączne wydatki od czasu pandemii rosną w szybkim tempie.

Wykres 5: Główne źródła przychodów władz lokalnych (w mld USD)



**Podzielony rząd USA oznacza, że w ciągu najbliższych dwóch lat nie uda się przeforsować żadnego ważnego aktu prawnego.** Deklaracje gospodarcze i podatkowe republikanów są dość niejasne. Lider Mniejszości w Izbie Reprezentantów, Kevin McCarthy, opublikował we wrześniu program „Zobowiązanie wobec Ameryki”, w którym obiecuje „ograniczyć rozrzutne wydatki rządowe” i „stworzyć dobrze płatne miejsca pracy”, wraz z obietnicą zatrudnienia 200 000 policjantów. Na początku tego roku Republikańska Komisja Badawcza (Republican Study Committee), konserwatywna grupa w Izbie, która skupia prawie 75% przedstawicieli GOP, opublikowała 122-stronicowy manifest, w którym zobowiązała się do obniżenia świadczeń z tytułu programu opieki zdrowotnej (Medicare) i ubezpieczeń społecznych poprzez podniesienie wieku uprawniającego do świadczeń, a także do zachęcania beneficjentów do zapisywania się do prywatnych programów opieki zdrowotnej i emerytalnych. Prezydent Biden obiecał, że zawetuje wszelkie cięcia w zakresie ubezpieczeń społecznych i opieki zdrowotnej. Z drugiej strony, Kongres zdominowany przez Partię Republikańską oznacza, że program Bidena (powszechnie dostępne przedszkola, wyższe dotacje dla rodzin, restrukturyzacja ubezpieczeń zdrowotnych oraz wyższe podatki od dochodów i zysków kapitałowych dla gospodarstw domowych o wysokich dochodach) ma obecnie prawie zerowe szanse na uchwalenie.

**Impas w sprawie pułapu zadłużenia<sup>2</sup> może spowodować poważne utrudnienia dla gospodarki i rynków finansowych w pierwszej połowie 2023 roku.** Limit zadłużenia został ostatnio podniesiony w grudniu ubiegłego roku o 2,5 bln USD do poziomu 31,381 bln USD. W październiku 2022 roku dług federalny wynosił 31,1 bln USD. Dokładny termin, czyli data "X", kiedy pułap zostanie osiągnięty, nie jest znany ze względu na nieprzewidywalne przepływy pieniężne Skarbu Państwa, ale prawdopodobnie będzie to około II kwartału ze względu na spodziewaną recesję, która zwiększy deficyt (patrz poniżej). Od 1960 roku Kongres podnosił limit 78 razy, często nie wzbudzając tym większych emocji.

Jednak obawy dotyczące pierwszej połowy 2023 roku wynikają z tego, że negocjacje w sprawie limitu zadłużenia mogą stać się tak kontrowersyjne, że zaszkodzą gospodarce – w czasie, gdy prawdopodobnie będzie ona już w recesji. Historyczną analogią jest kryzys zadłużenia z 2011 roku, który pokazał, jak partia kontrolująca tylko jedną izbę Kongresu może zablokować zwiększenie limitu zadłużenia, uderzając w gospodarkę. Rok wcześniej Partia Republikańska ponownie przejęła władzę w Izbie i republikanie zażądali od prezydenta Obamy redukcji deficytu w zamian za podniesienie limitu zadłużenia. W końcu udało się dojść do porozumienia, lecz dopiero na dwa dni przed przekroczeniem limitu zadłużenia. W tym okresie światowe rynki finansowe ponosiły poważne straty, a agencja Standard & Poor's podjęła niewyobrażalną wcześniej decyzję o obniżeniu ratingu kredytowego USA z AAA do AA+. Rządowy Urząd ds. Odpowiedzialności (GAO) oszacował, że samo opóźnienie w podniesieniu limitu zadłużenia zwiększyło w 2011 roku koszty pożyczek rządowych o 1,3 mld USD, a w kolejnych latach koszty te wzrosły jeszcze bardziej.

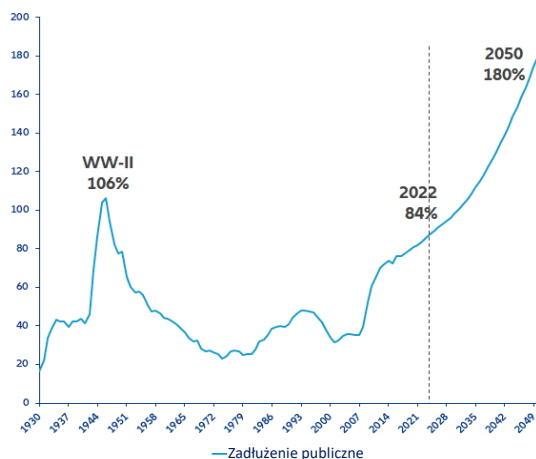
Jeżeli w 2023 roku debata na temat podniesienia limitu zadłużenia popchnie USA w kierunku niewypłacalności, może się to okazać jeszcze bardziej kosztowne. Stopy procentowe papierów skarbowych mogłyby gwałtownie wzrosnąć, a amerykańskie i światowe rynki finansowe – ponieść bardzo duże straty. W raporcie Moody's Analytics z września 2021 roku oszacowano, że niewykonanie zobowiązania miałyby katastrofalne skutki: spadek PKB o -4%, utrata 6 milionów miejsc pracy i wzrost stopy bezrobocia do 9%. Niewypłacalność mogłaby również pozbawić gospodarstwa domowe majątku o wartości 15 bln USD, co sparaliżowałoby wydatki konsumpcyjne. Czas na to nie mógłby być gorszy: Stany Zjednoczone nadal będą prawdopodobnie w recesji, z już

---

<sup>2</sup> Limit zadłużenia to maksymalna kwota, jaką Skarb Państwa może pożyczyć, aby spłacić już zaciągnięte zobowiązania, takie jak świadczenia z zakresu ubezpieczeń społecznych i opieki zdrowotnej, pensje dla wojskowych, odsetki od długu publicznego, zwroty podatków itp.

wysokimi stopami procentowymi, utratą miejsc pracy i zdziśiatkowanym rynkiem mieszkaniowym. Negatywne skutki dla reszty świata mogą być bardzo duże.

Wykres 6: Prognozowany stosunek długu federalnego netto do PKB według CBO



Źródła: CBO, Dział Analiz Allianz

To ryzyko i możliwe koszty choćby zbliżenia się do niewypłacalności rodzą pytanie, dlaczego USA posiadają limit zadłużenia. Tylko dwa inne kraje mają taki limit: Dania, która ma limit tak wysoki, że prawie na pewno nigdy nie zostanie przekroczony, i Polska, która ma limit zadłużenia ustalony na poziomie 60% PKB. Ustalenie limitu zadłużenia jako procentu PKB ma sens, ponieważ ogranicza wzrost zadłużenia do poziomu nie szybszego niż wzrost gospodarki.

Niestety, w USA to nie zadziała, ponieważ kraj ten cierpi z powodu starzenia się społeczeństwa, które rośnie szybciej niż planowano. Nadwyręza to zdolność systemu ubezpieczeń społecznych (Social Security) do utrzymania świadczeń, a także systemu opieki zdrowotnej (Medicare), ponieważ ludzie żyją dłużej i dłużej chorują. Ponadto Stany Zjednoczone posiadają rozbudowany program zabezpieczenia dochodów. W sumie programy „uprawniające” lub „obowiązkowe” stanowią prawie dwie trzecie budżetu, są politycznie nienaruszalne i powinny rosnąć. Z powodu tej tendencji demograficznej Biuro Budżetowe Kongresu przewiduje, że stosunek długu do PKB wzrośnie do 2050 roku do poziomu 180%. Z powodu nieuchronności trendu demograficznego wydaje się rozsądne, aby nie ponosić kosztów, które spowodowałyby wstrzymanie zwiększenia limitu zadłużenia w 2023 roku.

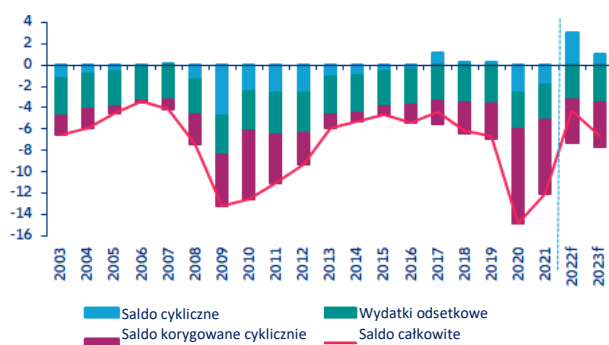
**Przewidujemy, że republikanie i demokraci w końcu dojdą do porozumienia w sprawie podniesienia pułapu zadłużenia w obliczu słabnącej gospodarki i kosztów politycznych, jakie wiązałyby się z zaniechaniem tego działania.** Prognozujemy, że deficyt budżetowy sektora rządowego i samorządowego zwiększy się z -4,3% w 2022 roku do -6,6% w 2023 roku (powyżej 1700 mld USD, wobec 1100 mld USD, zob. Wykres 7). Prognozujemy, że deficyt rządu federalnego zwiększy się do 1600 mld USD w roku fiskalnym 2022-23, podczas gdy w roku 2021-22 wynosił 1377 mld USD. Nasze prognozy zakładają niewielkie złagodzenie polityki fiskalnej - do poziomu 0,2% PKB - w warunkach słabnącej gospodarki.

W tej sytuacji najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest to, że podzielony rząd (demokratyczny Biały Dom, republikański Kongres) znajdzie kompromis, aby podnieść pułap zadłużenia i poluzować politykę fiskalną – w celu wsparcia słabnącej gospodarki – w tych nielicznych kwestiach, na które może się zgodzić. Jeżeli republikanie odmówią podniesienia limitu zadłużenia w czasie recesji (lub przynajmniej bardzo słabej gospodarki), wówczas mogą zostać oskarżeni o prowadzenie gier politycznych, co byłoby politycznie szkodliwe. Oznacza to zwiększenie wydatków na obronę i bezpieczeństwo cybernetyczne (w obliczu rywalizacji z Chinami) oraz zwiększenie pomocy dla sektora przemysłowego (poprzez dotacje lub ulgi podatkowe), co rozpoczęło się już w



ciągu pierwszych dwóch lat urzędowania Bidena wraz z uchwaleniem ustawy o półprzewodnikach. Allianz Trade uważa, że Kongres zgodzi się na tymczasowe obniżenie podatku dochodowego od osób fizycznych, aby zwiększyć wydatki gospodarstw domowych w czasie recesji.

Wykres 7: Prognoza deficytu publicznego sektora rządowego i samorządowego (% PKB)



Źródła: Refinitiv, IMF, Dział Analiz Allianz

**W każdym wypadku, wśród polityków amerykańskich po obu stronach spektrum zniknął apetyt na znaczne bodźce fiskalne, ze względu na powszechnie uznaną rolę liberalnej polityki fiskalnej w czasie pandemii w zwiększaniu inflacji.** Co prawda administracja Bidena przeforsowała trzy ambitne ustawy dotyczące infrastruktury i polityki przemysłowej: ustawę infrastrukturalną o wartości 1,2 bln USD, ustawę o półprzewodnikach i nauce o wartości 208 mld USD oraz pakiet klimatyczny o wartości 390 mld USD (Ustawa o obniżeniu inflacji). Jednak ten szal wydatków o wartości 1,7 bln USD - około 6,5% PKB - rozkłada się na kilka lat. Co więcej, najnowsza ustawa podatkowa przewiduje około 740 mld USD dodatkowych przychodów (również rozłożonych na kilka lat). Główne postanowienia to wprowadzenie alternatywnej minimalnej stawki podatkowej w wysokości 15% dla dużych korporacji, 1% podatku od wykupu akcji oraz zwiększenie środków dla urzędów skarbowych (IRS) w celu poprawy ściągłości podatków.

### Co dla Banku Rezerw Federalnych oraz perspektyw inflacyjnych oznacza Izba Reprezentantów zdominowana przez Partię Republikańską?

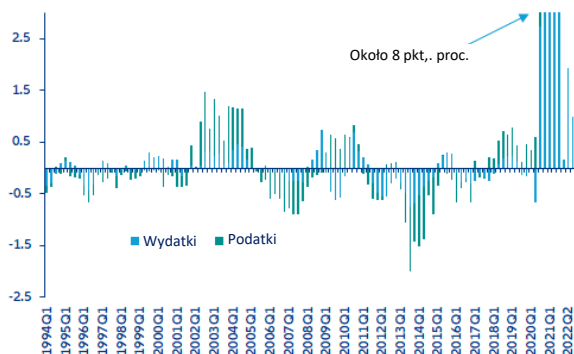
Stwierdzamy, że polityka fiskalna była głównym czynnikiem odpowiedzialnym za wzrost inflacji w następstwie pandemii (o 3,5 pkt. proc. wobec 1 pkt. proc. w przypadku polityki pieniężnej). Wykorzystując estymację ekonometryczną do wnioskowania na temat kwartalnych uznaniowych wstrząsów fiskalnych (zob. załącznik) stwierdzamy, że polityka fiskalna zwiększyła wzrost o prawie 8 pkt. proc. w okresie IV kw. 2020-IV kw. 2021 (zob. Wykres 8). To spowodowane polityką fiskalną zwiększenie wzrostu o 8 pkt. proc. w następstwie pandemii spowodowało wzrost inflacji o ponad 3,5 pkt. proc. zgodnie z szacunkową krzywą Phillipsa. Z kolei polityka pieniężna, która wpływa na gospodarkę poprzez warunki finansowe<sup>3</sup> – wiązała się ze wsparciem inflacji o mniej niż 1 pkt. proc. w tym samym okresie od IV kwartału 2020 do IV kwartału 2021 (przyczyniając się do zwiększenia wzrostu o mniej niż 2 pkt. proc.).

Trzeba przyznać, że bodźce fiskalne w czasie pandemii były częściowo wspierane przez duże zakupy papierów skarbowych przez Fed, co sprawia, że rozdzielanie roli polityki fiskalnej i pieniężnej jest działaniem nieco sztucznym. Tylko w 2020 roku Bank Rezerw Federalnych zakupił na rynku wtórnym

<sup>3</sup> Więcej informacji na temat wskaźnika warunków finansowych i jego wpływu na PKB zawarto w raporcie [US housing market: The first victim of the Fed \(allianz.com\)](#). [Rynek mieszkaniowy USA: Pierwsza ofiara Banku Rezerw Federalnych (allianz.com)]

papiery skarbowe o wartości ponad 3000 mld USD, co stanowi niemal równowartość 3400 mld USD deficytu budżetowego rządu USA w tym samym roku.

Wykres 8: Szacunkowy wpływ wstrząsów fiskalnych na PKB (wyrażony jako wkład % wzrostu PKB w ujęciu rocznym, wyrażony w pkt. proc.)

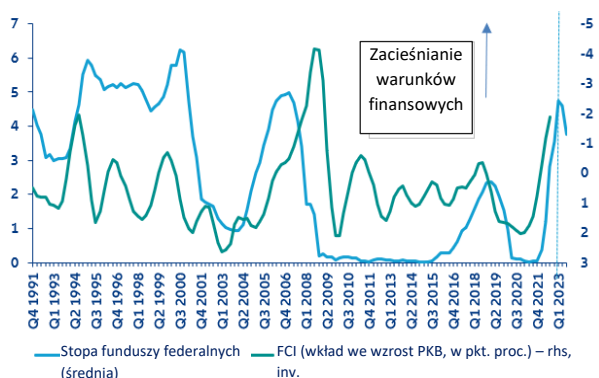


Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

**Utrzymanie zacieśnienia polityki fiskalnej pomoże Fed na przełomie 2022 i 2023 roku.** Przejście do zacieśniania polityki fiskalnej od drugiej połowy 2021 roku pomoże wkrótce obniżyć inflację. Ze względu na opóźniony wpływ polityki fiskalnej spodziewamy się, że jej wpływ na inflację będzie widoczny na przełomie 2022 i 2023 roku, powodując spadek inflacji o około -1 pkt. proc. To przemawia za naszymi prognozami dotyczącymi inflacji: widzimy, że w ciągu najbliższych kilku miesięcy inflacja bazowa spadnie do +5,4% w ujęciu rocznym w marcu 2023 roku, z +6,7% we wrześniu.

Jednak nasze założenie dotyczące kursu polityki fiskalnej w przyszłym roku - 0,2% PKB luzowania - oznacza, że polityka fiskalna będzie nieznacznie wspierać inflację. Dlatego Fed będzie musiał sam wykonać zadanie polegające na zdecydowanym poskromieniu inflacji. To potwierdza nasz pogląd, że stopa oprocentowania funduszy federalnych będzie musiała pozostać na wysokim poziomie co najmniej do pierwszej połowy 2023 roku, czyli 4,75%, a warunki finansowe będą musiały być dalej zacieśniane (zob. Wykres 9).

Wykres 9: Wskaźnik oprocentowania funduszy federalnych i warunków finansowych



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz



## **Co dla perspektyw geopolitycznych oznacza Izba Reprezentantów zdominowana przez Partię Republikańską?**

**Kwestie krajowe, takie jak inflacja, przestępczość i aborcja zdominowały kampanie wyborcze w połowie kadencji, jednak wynik wyborów prawdopodobnie będzie miał konsekwencje dla wielu palących problemów międzynarodowych.** Chociaż należy zauważyć, że Kongres ma mniejszy wpływ na sprawy zagraniczne ze względu na szerokie uprawnienia prezydenta jako głównodowodzącego, podzielony Kongres może nadal komplikować i dalej upolityczniać stosunki międzynarodowe. Inwazja Rosji na Ukrainę pozostaje drugim co do ważności priorytetem w agendzie geopolitycznej USA, drugorzędnym wobec stosunków USA-Chiny. Przejęcie Izby przez republikanów ograniczy wsparcie administracji Bidena dla Ukrainy. Od początku wojny Kongres zatwierdził około 60 mld USD pomocy dla Ukrainy bez wyraźnych warunków. Lider Mniejszości w Izbie, Kevin McCarthy, który najprawdopodobniej zostanie następnym przewodniczącym Izby, oświadczył niedawno, że nie będzie więcej „czeków in blanco” dla Kijowa, gdy republikanie zdobędą większość w Kongresie. Wywołało to obawy, że republikanie mogą ograniczyć działania pomocowe na rzecz Ukrainy, zwłaszcza jeśli w najbliższych miesiącach gospodarka amerykańska dalej będzie pograżać się w recesji, co wymusi skupienie się na sprawach wewnętrznych. Chociaż oświadczenia te wskazują na bardziej krytyczne stanowisko wobec bieżących działań pomocowych, nie oczekuje się, że kontrola republikanów nad jedną lub obiema izbami Kongresu wpłynie w istotny sposób na wsparcie dla Ukrainy, ponieważ dwustronne poparcie dla tych działań pozostaje silne.

**Przewiduje się, że rosnące napięcia między USA a Chinami w takich kwestiach jak Tajwan, prawa człowieka, handel, technologia i niechęć Chin do potępienia działań wojennych Rosji w Ukrainie będą nadal powodować napięcia między tymi krajami po wyborach.** Według ośrodka badawczego PEW, ponad 80% Amerykanów ma negatywną lub zdecydowanie negatywną opinię o Chinach - to niezwykle wysoka liczba w porównaniu z 40% w 2012 roku. W związku z tym, istnieje polityczny impuls do prowadzenia restrykcyjnej polityki wobec Chin. Podobnie chińskie nastroje społeczne w stosunku do USA wskazują na zwiększoną wrogość od czasu sierpniowej wizyty przewodniczącej Izby Reprezentantów USA Nancy Pelosi na Tajwanie. Te ogólnie negatywne nastroje między krajami, w połączeniu z brakiem zaufania między obiema administracjami, są głównym powodem do obaw o stosunki dwustronne w ciągu najbliższych dwóch lat.

Wojna handlowa z Chinami, rozpoczęta przez administrację Trumpa w 2018 roku, z pewnością spowodowała duże napięcie w stosunkach USA-Chiny poprzez wprowadzenie ogromnych ceł na import, jak również szeregu środków mających na celu powstrzymanie postępu technologicznego Chin. Administracja Bidena wykorzystuje niektóre z tych środków, aby wzmocnić konkurencję USA z Chinami, i dała do zrozumienia, że Chiny pozostają strategicznym priorytetem dla USA. Ten sentyment znalazł odzwierciedlenie w pierwszej strategii bezpieczeństwa narodowego Bidena, gdzie jasno przedstawiono wyzwania, jakie dla porządku międzynarodowego stanowią zarówno Chiny, jak i Rosja.

Ponadto, wprowadzony niedawno przez Bidena zakaz eksportu półprzewodników do Chin wydaje się być kamieniem milowym w strategii dotyczącej Chin i nie pozostanie bez wpływu dla technologii i geopolityki. W ciągu najbliższych dwóch lat Stany Zjednoczone będą prawdopodobnie nakładać dalsze ograniczenia na dostęp Chin do krytycznych technologii ze względu na bezpieczeństwo narodowe. Chociaż Chiny w większości przestrzegają reżimu sankcji nałożonych przez Zachód na Rosję, to jednak w miarę możliwości działają jako koło ratunkowe dla Moskwy. W związku z tym dopiero w najbliższych latach zobaczymy, jak rozwiną się stosunki rosyjsko-chińskie.

**Po uzyskaniu republikańskiej większości w Izbie, działania restrykcyjne wobec Chin prawdopodobnie ulegną przyspieszeniu.** W miarę jak uwaga będzie się kierować w stronę wyborów prezydenckich w 2024 roku, zarówno Partia Demokratyczna, jak i Republikańska będą prawdopodobnie kontynuować stanowisko "twardej postawy wobec Chin", co utoruje drogę do dalszego wzmocnienia konkurencyjności USA i zwiększenia ograniczeń w dostępie Chin do krytycznych technologii.

**Nowy skład Kongresu może mieć również znaczenie dla stosunków USA-UE.** Jeżeli republikanie zażądadą bardziej rygorystycznego stanowiska w sprawie pomocy dla Ukrainy, może to spowodować obciążenie UE w zakresie zaspokojenia potrzeb finansowych Ukrainy. Stany Zjednoczone przekazały Kijowowi prawie 25 mld USD w ramach pomocy finansowej i humanitarnej oraz 27,5 mld USD w ramach dostaw wojskowych, co znacznie przekracza wydatki UE. Zmniejszenie wsparcia ze strony USA z pewnością zwiększyłoby presję na UE, aby zwiększyła swój wkład – co jest wyzwaniem w kontekście obecnego kryzysu energetycznego i fatalnych perspektyw gospodarczych.

**Ponadto, ostatnie napięcia związane z konsekwencjami Ustawy o obniżeniu inflacji (IRA) dla UE zwróciły uwagę na możliwą dyskryminację firm europejskich przez tę Ustawę.** UE wezwała USA do zmiany Ustawy IRA, ponieważ zawarte w niej zachęty finansowe „niesprawiedliwie przechylają szalę zwycięstwa na korzyść produkcji i inwestycji w Stanach Zjednoczonych kosztem Unii Europejskiej i innych partnerów handlowych”, co z kolei może grozić „powstaniem napięć, które mogą prowadzić do wzajemności lub działań odwetowych”. Nie wiadomo jeszcze, w jakim stopniu Kongres kontrolowany przez republikanów wpłynie na realizację tego nowo uchwalonego prawa. Chociaż jest bardzo prawdopodobne, że nastąpi odparcie realizacji polityki klimatycznej Bidena i pewien zastój w realizacji przepisów podatkowych przewidzianych w Ustawie, jest mało prawdopodobne, że Kongres uchyli ustawę IRA w ciągu najbliższych dwóch lat.

#### **ZAŁĄCZNIK: Jak dokonać oceny uznaniowej polityki fiskalnej i jej wpływu na inflację?**

Rozdzielenie ruchów w wydatkach i podatkach spowodowanych wstrząsem strukturalnym (uznaniowa egzogeniczna polityka fiskalna) od ruchów spowodowanych zmianami w cyklu koniunkturalnym (automatyczne stabilizatory) stwarza problem identyfikacyjny. Wyodrębniamy (kwartalnie) uznaniowe wstrząsy fiskalne (wydatki i podatki), stosując strukturalną metodologię VAR (SVAR), przedstawioną po raz pierwszy w przełomowej pracy Blancharda i Perottiego<sup>4</sup> (B&P). Metodologia ta pozwala pominąć ruchy związane z wydatkami i podatkami, spowodowane automatycznymi stabilizatorami, i skupić się na czystym efekcie nowych środków fiskalnych. SVAR obejmuje trzy zmienne: realny PKB, realne pierwotne wydatki rządowe i realne wpływy rządowe. Wszystkie zmienne są skorygowane o wzrost liczby ludności. Nasza próba szacunkowa rozpoczyna się na początku lat 1990.

Blanchard i Perotti nakładają ograniczenia na niektóre parametry w swoich ramach SVAR (w przeciwnym razie istnieje zbyt wiele nieznanych parametrów i nie można zidentyfikować SVAR). Ograniczenia te muszą mieć sens instytucjonalny i ekonomiczny. B&P zakładają, że i) rząd nie zmienia wydatków w odpowiedzi na PKB w ciągu kwartału, ii) decyzje dotyczące wydatków są podejmowane przed decyzjami dotyczącymi opodatkowania lub odwrotnie oraz iii) elastyczność wpływów podatkowych w stosunku do PKB jest stała (zazwyczaj około 1-1,5). O ile te założenia są zasadniczo zadowalające, o tyle pierwsze założenie może stanowić pewne wyzwanie w czasach ostrego kryzysu gospodarczego. Zwłaszcza kryzys Covid-19 pokazał, jak szybko rządy działały w zakresie wprowadzania bodźców fiskalnych.

Z tego powodu obeszlśmy ten problem identyfikacji, dodając zmienną manekinową w II kwartale 2020 roku. Zmienne manekinowe (*dummies*) są przydatne w tym kontekście do identyfikacji dużych strukturalnych wstrząsów fiskalnych, które można łatwo wyróżnić – zazwyczaj są to bezprecedensowe skoki wydatków zaobserwowane w II kwartale 2020 roku. Impuls fiskalny oblicza się wtedy po prostu jako różnicę między obserwowanym wstrząsem fiskalnym a wartością zmiennej manekinowej (plus reszta). Ta strategia identyfikacji prowadzi do znacznie bardziej satysfakcjonującej identyfikacji strukturalnego wstrząsu fiskalnego w II kwartale 2020 roku w porównaniu z estymacją bez zmiennej dummy. Stwierdzamy, że w II kwartale 2020 roku około dwie

---

<sup>4</sup> Olivier Blanchard and Roberto Perotti, “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output”, NBER Working Paper 7269, lipiec 1999.

trzecie całkowitego wzrostu wydatków rządowych wynikało z nowych środków, a jedna trzecia odzwierciedlała działanie automatycznych stabilizatorów.

Impuls fiskalny, który uzyskujemy dzięki tej metodologii, jest zbliżony do salda cyklicznego MFW, ale ma tę zaletę, że jest dostępny w ujęciu kwartalnym i pozwala na oddzielenie wstrząsów fiskalnych od wstrząsów wydatkowych. W naszych ramach SVAR wyprowadzamy również mnożniki fiskalne, czyli wpływ wstrząsów fiskalnych na wzrost PKB. Nasze mnożniki fiskalne – średnio około 0,7 dla wydatków i podatków - mieszczą się w zakresie ogólnie szacowanych wartości, chociaż w literaturze nie ma zgody co do ich wielkości. Wykres 8 przedstawia szacowany wpływ polityki fiskalnej na PKB w czasie, obliczony jako iloczyn wstrząsów fiskalnych i mnożnika fiskalnego.

Model dobrze oddaje wpływ na PKB obniżek podatków wprowadzonych przez administrację Busha na początku XXI wieku, jak również konsolidacji fiskalnej w latach 2013-15 pod auspicjami administracji Obamy. Okazuje się, że pakiety stymulacyjne w okresie od końca 2020 do końca 2021 roku wsparły wzrost o prawie 8 pkt. proc. w ujęciu rocznym.

Wpływ polityki fiskalnej na inflację szacujemy za pomocą podstawowej krzywej Phillipsa, która wiąże inflację zasadniczą z jej opóźnieniem, oczekiwaniami inflacyjnymi, cenami ropy naftowej i luką produktową (tj. wzrostem PKB w stosunku do potencjału). Nasza próba szacunkowa rozpoczyna się na początku lat 1990. Co ciekawe, nachylenie krzywej Phillipsa (tj. współczynnik luki produktowej) wzrasta, gdy włączymy do estymacji okres pandemii: inflacja stała się bardziej wrażliwa na cykl gospodarczy.

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.