

Polityka monetarna w Europie Środkowo-Wschodniej: przed zakrętem?

Na co patrzeć: niewypłacalności firm w Niemczech, nieruchomości w USA, odrabianie inflacji.

Ludovic Subran
Główny Ekonomista
ludovic.subran@allianz.com
allianz.com

Jordi Basco Carrera
Główny Strateg ds.
Inwestycyjnych
jordi.basco_carrera@allianz.com
allianz.com

Patricia Pelayo Romero
Ekonomistka – Ubezpieczenia i ESG
patricia.pelayo-romero@allianz.com
allianz.com

Maxime Lemerle
Główny Analityk ds.
Niewypłacalności
maxime.lemerle@allianz-trade.com
allianz-trade.com

Maria Latorre
Doradczyni ds. Sektora
maria.latorre@allianz-trade.com
allianz-trade.com

Maddalena Martini
Starsza Ekonomistka
maddalena.martini@allianz.com
allianz.com

Manfred Stamer
Starszy Ekonomista ds.
Europy i Bliskiego Wschodu
manfred.stamer@allianz-trade.com
allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel
Strateg ds. Inwestycyjnych
pablo.espinosa-uriel@allianz.com
allianz.com

Nihal Temüge
Asystentka ds. Analiz
nihal.temuge@allianz.com

Andreas (Andy) Jobst
Dyrektor Działu Analiz
Makroekonomicznych i
Rynków Kapitałowych
andreas.jobst@allianz.com

Czynniki wpływające na rynek

- **Stagnacja w Niemczech – wzrost liczby niewypłacalnych firm?** Upadłości niemieckich przedsiębiorstw wzrastają, jednak w odniesieniu do niskiego poziomu początkowego.
- **Nieruchomości w USA – problemy (wciąż) przed nami?** Niektóre wskaźniki rynku mieszkaniowego ustabilizowały się, ale nadal istnieje ryzyko spadku z powodu osłabienia aktywności krajowej. Perspektywy dla nieruchomości komercyjnych pozostają negatywne, szczególnie dla sektora biurowego.
- **Odrabianie inflacji – jak odzyskać spokój.** Inwestorzy posiadający portfel 60/40 akcji/obligacji stracili w ubiegłym roku średnio około ~20%; pełne odrobienie strat zajmie im ponad 3 lata.
- **Wyniki przedsiębiorstw - czy inflacja będzie nadal ograniczać wydatki w 2023 roku?** W sektorach dóbr uznaniowych zyski były słabe, wzrost zysku na akcję (EPS) wyniósł średnio -1,6% w skali globalnej, przy czym dystrybutorzy i sektor specjalistycznego handlu detalicznego osiągnęli znacznie gorsze wyniki.

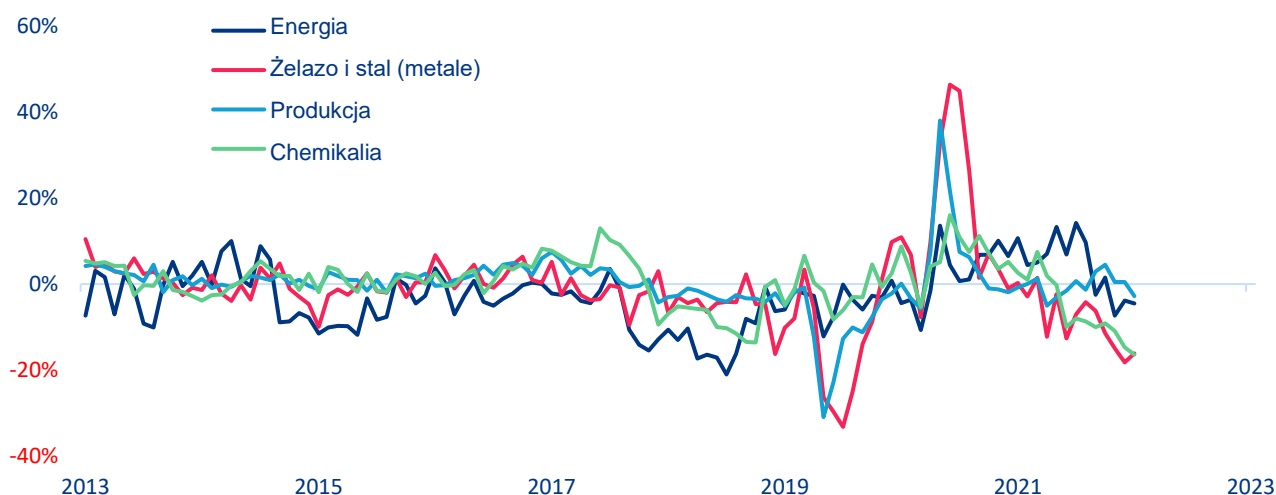
W centrum uwagi – polityka monetarna w Europie Środkowo-Wschodniej przed zakrętem?

- Perspektywy dla Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) w ostatnich tygodniach nieco się poprawiły ze względu na zmniejszenie presji ze strony niższych niż oczekiwano cen energii.
- Niemniej jednak, wzrost w regionie CEE-4 (Polska, Czechy, Rumunia, Węgry) pozostaje ograniczony, ponieważ wpływ utrzymującej się wysokiej inflacji, wzrostu stóp procentowych, słabszego popytu zewnętrznego i niższego zaufania przedsiębiorców będzie w tym roku w pełni odczuwalny.
- W większości gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej inflacja osiągnęła szczyt, a proces dezinflacji może przebiegać nieco szybciej niż wcześniej oczekiwano. Jednak w ciągu najbliższych dwóch lat inflacja utrzyma się powyżej założeń banków centralnych.
- Banki centralne w regionie CEE-4 były pierwszymi, które zatrzymały cykl podnoszenia stóp procentowych i – o ile nie wystąpią nowe problemy – w Allianz Trade spodziewamy się, że niektóre z nich również znajdą się na czele, jeśli chodzi o zmianę kierunku. Oczekujemy, że Czechy rozpoczną łagodzenie w czerwcu 2023 roku, następnie Polska w III kwartale, a Rumunia i Węgry pod koniec roku.

Stagnacja w Niemczech – wzrost liczby niewypłacalnych firm?

Perspektywy dla gospodarki niemieckiej pozostają ponure, pomimo poprawy oczekiwań przedsiębiorców. Nieco bardziej optymistyczny przekaz płynący z ostatnich danych sondażowych (wskaźniki nastrojów ifo i ZEW) wynikał wyłącznie z lepszych oczekiwań, które nadal utrzymują się na rekordowo niskim poziomie. Firmy z sektora usług i produkcji nadal sygnalizują słabszy poziom bieżącej działalności (w związku ze spadkiem zamówień), a niepewność w sektorach energochłonnych jeszcze bardziej wzrosła. Produkcja przemysłowa, szczególnie w sektorach energochłonnych, znacznie zwolniła w grudniu (-3,9% w ujęciu rocznym i -3,1% w ujęciu miesięcznym, w porównaniu z +0,4% w ujęciu miesięcznym w listopadzie). Produkcja w sektorach energochłonnych jest obecnie niższa o prawie -20% w porównaniu z grudniem ubiegłego roku. Nadal w Allianz Trade przewidujemy umiarkowaną recesję w Niemczech (z ujemnym wzrostem również w I kwartale 2023 roku po spadku o -0,2% w ujęciu kwartalnym w IV kwartale 2022 roku), po której nastąpi umiarkowane ożywienie w drugim półroczu 2023 i niewielki wzrost w 2024 roku, ponieważ warunki finansowania prawdopodobnie dłużej będą się utrzymywać na zaostrzonym poziomie (Wykres 1).

Wykres 1. Niemcy: produkcja przemysłowa



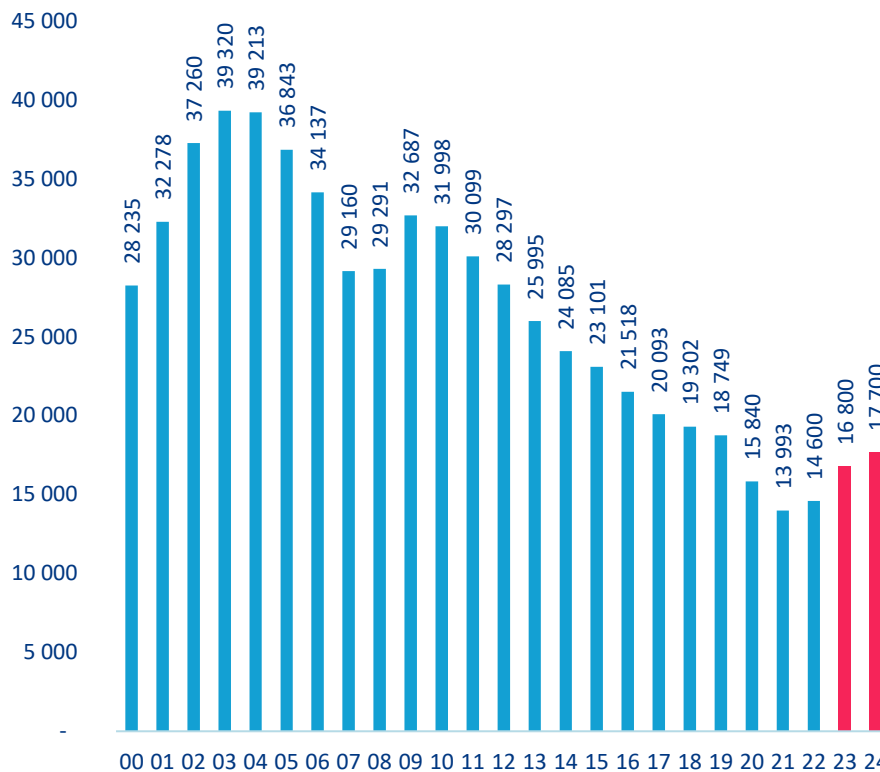
Źródła: Refinitiv Datastream, Dział Analiz Allianz

Upadłości niemieckich przedsiębiorstw wzrastają, jednak w odniesieniu do niskiego poziomu początkowego. Obecna słabość gospodarcza nie oszczędziła firm. Pomimo poprawy oczekiwań (i zwiększonego wsparcia rządowego), coraz więcej firm znajduje się pod presją ze względu na utrzymujące się potrójne zagrożenie wyższymi cenami nakładów, rosnącymi kosztami pracy i zaostrzonymi warunkami finansowania, które wpływają na perspektywy biznesowe. Ekstrapolacja tendencji z oficjalnych danych o upadłościach do października pozwala przypuszczać, że w 2022 roku liczba upadłości osiągnęła 14.600 przypadków, co oznacza wzrost o +4% w ciągu roku po wzroście o +19,5% w ostatnim kwartale. W tym roku w Allianz Trade spodziewamy się dalszego wzrostu liczby upadłości do 16.800 przypadków (+15%) (Wykres 2). Roczna średnia ruchoma zmian w zakresie liczby przypadków niewypłacalności wskazuje, że tempo wnoszenia nowych spraw do niemieckich sądów jest najwyższe od czasu europejskiego kryzysu zadłużenia (Wykres 3). W związku z tym zauważalny wzrost liczby upadłości w ciągu ostatnich kilku miesięcy oznacza jedynie stopniową normalizację, a nie nadchodzącą falę bankructw. Niemiecki sektor przedsiębiorstw nadal wygląda stosunkowo stabilnie w porównaniu z innymi krajami. W skali globalnej prognozujemy, że w tym roku liczba upadłości wzrośnie o kolejne +19%, osiągając poziom sprzed pandemii (po wzroście o +10% w ubiegłym roku).

Sektory najbardziej narażone na wpływ cen energii i czynników produkcji są bardziej zagrożone, przy czym występują znaczne różnice w obrębie poszczególnych sektorów, zwłaszcza w przemyśle. Na czele listy znajduje się budownictwo (+207 przypadków od początku roku, +10%), przed produkcją (+54 przypadki, +7%) i

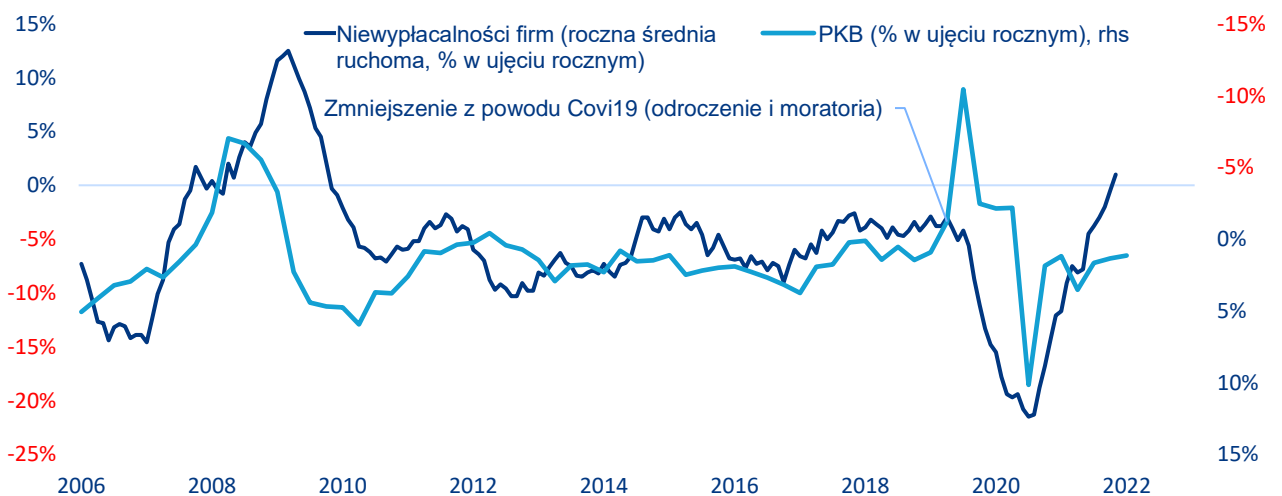
transportem/magazynowaniem (+52, +6%). Jak dotąd kilka sektorów zostało jednak oszczędzonych, jak np. hotelarstwo i nieruchomości, gdzie liczba upadłości spadła. Firmy z sektorów produkcyjnych są narażone na obecne wyzwania w różnym stopniu. Szybszy wzrost niewypłacalności obserwujemy przede wszystkim w sektorze urzędzeń do przetwarzania danych i elektroniki (+16), wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych (+16), mebli (+14), artykułów spożywczych i pasz (+13). Umiarkowanie wzrosła liczba upadłości w sektorze handlu, który pozostaje drugim co do wielkości źródłem upadłości po budownictwie (Wykres 4).

Wykres 2. Niemcy – przypadki niewypłacalności (rocznie)



Źródła: DeStatis, Refinitiv Datastream, Dział Analiz Allianz

Wykres 3. Niemcy – wzrost PKB i przypadków niewypłacalności (roczna średnia ruchoma)



Źródła: Refinitiv Datastream, Dział Analiz Allianz

Wykres 4. Niemcy – zmiana liczby przypadków niewypłacalności firm (w rozbiciu na sektory)



Źródła: DeStatis, Dział Analiz Allianz

Nieruchomości w USA — problemy (wciąż) przed nami?

Niektóre wskaźniki rynku mieszkaniowego w USA ustabilizowały się, lecz nadal istnieje ryzyko pogorszenia sytuacji ze względu na osłabienie aktywności krajowej. Gwałtowny wzrost stóp procentowych i zacieśnianie polityki pieniężnej spowodowały zmniejszenie podaży pieniądza, mierzonej wskaźnikiem M2, o ponad -2%, przy jednoczesnym wzroście średnich rat kredytu hipotecznego o ponad +80%. Spadek dostępności mieszkań jest bezprecedensowy - zanim Bank Rezerw Federalnych zaczął podnosić stopy, około trzy czwarte gospodarstw domowych w USA mogło sobie pozwolić na zakup mieszkania; w ciągu ostatniego roku liczba ta spadła do około 10%. Ponieważ jednak cykl podwyżek jest bliski osiągnięcia szczytu, długoterminowe zyski ustabilizowały się, a oprocentowanie kredytów hipotecznych spadło (Wykres 5). Również gwałtowny spadek przystępności cenowej mieszkań zatrzymał się w ostatnim kwartale 2022 roku i oczekuje się niewielkiej poprawy.

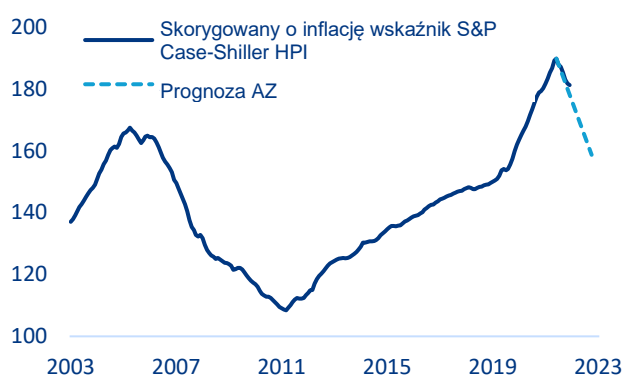
Wykres 5. Oprocentowanie kredytów hipotecznych a liczba wniosków o kredyt hipoteczny



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Dalsza korekta cen na rynku mieszkaniowym jest prawdopodobna, jednak nie spowoduje problemów ze stabilnością finansową. Do tej pory nie odnotowano wzrostu liczby zaległych kredytów hipotecznych ani egzekucji z nieruchomości (poza korektą po wygaśnięciu środków związanych z Covid-19), a rynek pracy okazuje się silniejszy niż przewidywano, co może zapobiec wyprzedażom na dużą skalę. Podczas gdy sprzedaż istniejących domów spadła poniżej najniższego poziomu z okresu Covid-19, to dysproporcja między podażą a popytem na nowe domy uległa w IV kwartale 2022 roku nieznacznej poprawie. Liczba osób planujących kupno domów wzrosła, natomiast nastroje po stronie podaży najwyraźniej osiągnęły dno (Wykres 6). Dynamika inflacji wskazuje ponadto na pewną stabilizację. Z punktu widzenia przedsiębiorców budowlanych, po trudnym 2021 roku, inflacja w zakresie materiałów budowlanych w 2022 znacznie zmalała, a w IV kwartale odnotowano wręcz deflację. We wrześniu prognozowaliśmy korektę cen na rynku mieszkaniowym w USA o -15% do końca 2023 roku. Do tej pory zauważyliśmy spadek o nieco ponad -4% (Wykres 7), co jest zgodne z naszą prognozą i perspektywą dla gospodarki USA. W przyszłym tygodniu publikacja danych o rozpoczętych budowach mieszkań da nam sygnał, czy początki odwrócenia trendu spadkowego będą trwałe.

Wykres 6. Wskaźnik cen domów skorygowany o inflację



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz. 100 = Q1 1980

Wykres 7. Nastroje po stronie podaży i popytu w zakresie rynku mieszkaniowego



Źródła: NAHB, Refinitiv, Dział Analiz Allianz

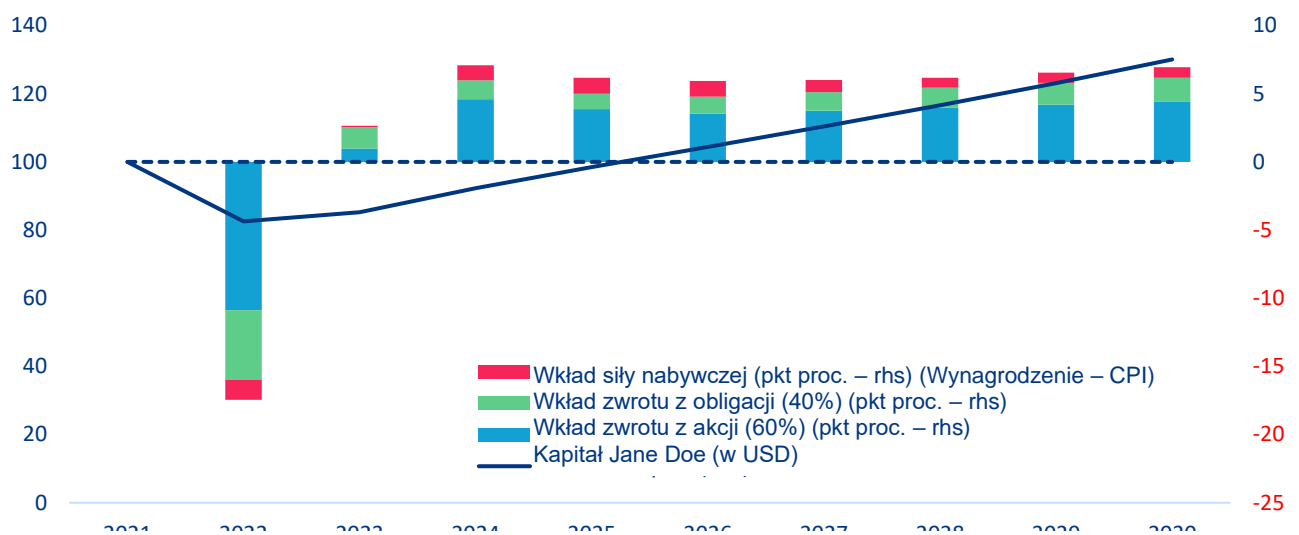
Perspektywy dla amerykańskiego sektora nieruchomości komercyjnych pozostają negatywne, szczególnie dla sektora biurowego. Opublikowane niedawno dane za IV kwartał 2022 potwierdzają spadki cen zarówno w sektorze biurowym, jak i handlowym. Również wolumen inwestycji w 2022 roku uległ znacznemu zmniejszeniu. Wskaźnik pustostanów biurowych wzrósł w ubiegłym roku, co przyczyni się do dalszego spadku cen. Wyższe czystsze rynkowe (których zmiany zwykle są opóźnione) nie dorównały wzrostowi inflacji i stóp procentowych, co sprawiło, że ubiegłoroczne zyski z nieruchomości komercyjnych znalazły się na drugim najniższym poziomie od czasu globalnego kryzysu finansowego (tylko po 2020 roku). Są pewne oznaki, że fundusze REIT mogą stać się punktem zapalnym, ponieważ inwestorzy zaczynają wycofywać pieniądze w dużych ilościach. Poza dobrym

początkiem roku, większość notowanych na giełdzie indeksów REIT w USA jest na minusie - od -15% do -30% w porównaniu z wyceną z końca 2021 roku. Najgorzej radzą sobie REIT-y biurowe, podczas gdy hotele są jedynym wyjątkiem ze względu na opóźnione ożywienie po kryzysie.

Odrabianie inflacji – jak odzyskać spokój

Inwestorzy posiadający portfel 60/40 akcji/obligacji stracili w ubiegłym roku średnio około ~20%; pełne odrobienie strat zajmie im ponad 3 lata. W ostatnich latach, a szczególnie od czasu Covid-19, inwestorzy detaliczni bardziej zaangażowali się w rynki kapitałowe. Jakkolwiek obserwowanie nieobliczalnych zachowań akcji „memów” i kryptowalut było fascynujące, rok 2022 zakończył się implozją rynku, narażając nowych inwestorów detalicznych na duże straty. Jak długo potrwa więc odrabianie strat przez przeciętnych inwestorów? Aby się tego dowiedzieć, odtwarzamy prawdopodobną ścieżkę dla przeciętnego portfela 60/40 akcji/obligacji dla inwestorów z USA i strefy euro: Jane Doe i Maxi Müller. W tym hipotetycznym scenariuszu zakładamy inwestycję 100 USD/EUR w lokalny rynek akcji i lokalne obligacje rządowe na koniec 2021 roku, korygując utratę siły nabywczej z powodu wysokiej inflacji. Nasze wyniki wskazują, że rok 2022 przyniósł inwestorom amerykańskim średnią stratę w wysokości -17%, podczas gdy ich europejscy koledzy ponieśli jeszcze większy cios w wysokości -24%. W oparciu o nasze aktualne prognozy makroekonomiczne i dotyczące rynku kapitałowego¹ można uznać, że inwestorzy potrzebowaliby aż czterech lat, aby odzyskać swoje pieniądze (przy założeniu, że struktura portfela nie ulegnie zmianie), Wykresy 8 i 9).

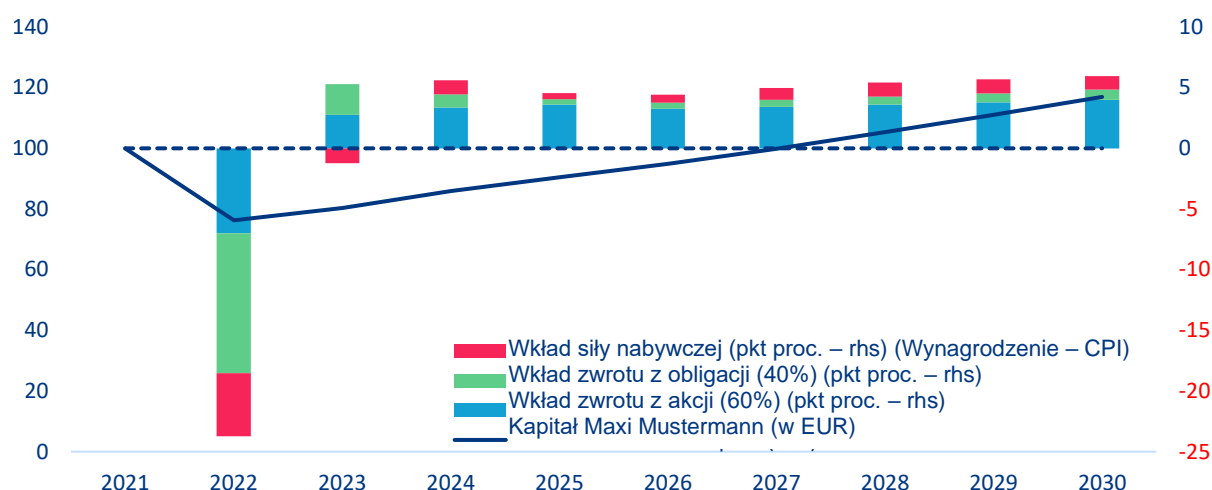
Wykres 8. Portfel Jane (w USD oraz % rocznie)



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

¹ Zob. kwartalna publikacja Działu Analiz Allianz w sprawie gospodarki i rynków kapitałowych ([link](#))

Wykres 9. Portfel Maxi (w EUR oraz % rocznie)



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

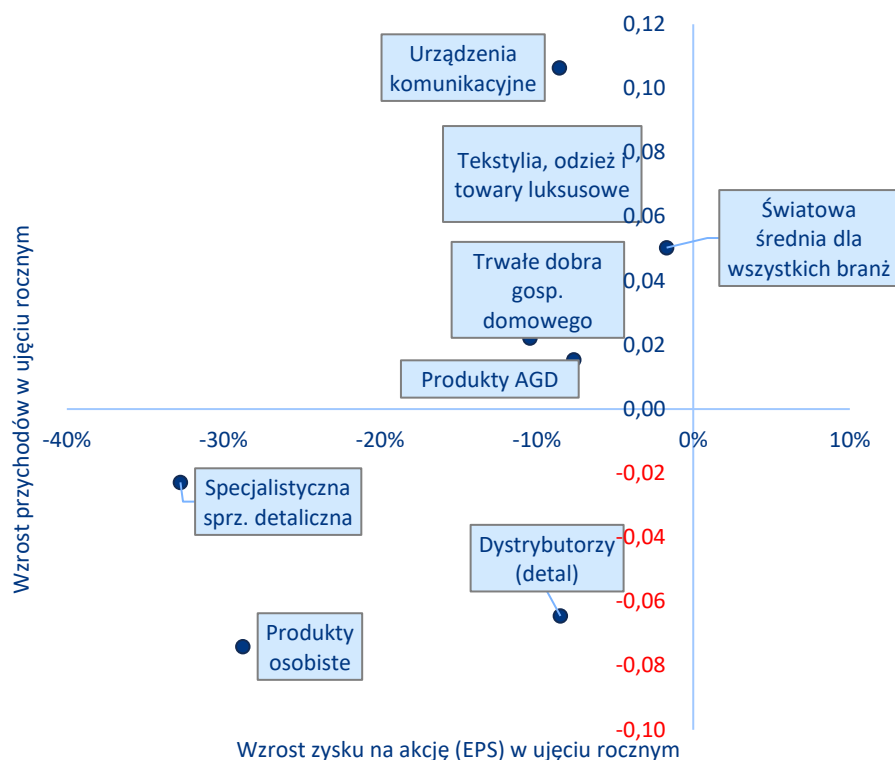
W miarę jak coraz więcej inwestorów detalicznych uczestniczy w rynkach kapitałowych, rośnie znaczenie dostarczania właściwych narzędzi zwiększających znajomość finansów i ryzyka. Postęp technologiczny w zakresie handlu, nadmiar oszczędności w czasie pandemii oraz poszukiwanie zysków w czasie niskich stóp procentowych i rosnącej inflacji sprawiają, że coraz więcej inwestorów wchodzi na rynki kapitałowe. Jednak w naszym badaniu z 2020 roku² okazało się, że tylko 32,4% Amerykanów i 42,2% Niemców posiada podstawowe kompetencje w zakresie wiedzy finansowej. Umiejętności finansowe mogą pomóc gospodarstwom domowym w podejmowaniu najlepszych decyzji finansowych - od budżetowania po oszczędzanie i inwestowanie. Wyposażone w niezbędne narzędzia, gospodarstwa domowe będą w stanie przetrwać wstrząsy gospodarcze lub złagodzić ciosy, które może im zadać nasz nowy, odważny świat.

Wyniki przedsiębiorstw – czy inflacja będzie nadal ograniczać wydatki w 2023 roku?

Po opublikowaniu wyników finansowych za 4 kwartał 2022 roku przez jedną czwartą wszystkich spółek giełdowych wydaje się, że najbardziej ucierpiały sektory towarów uznaniowych. Choć jest jeszcze za wcześnie, aby wyciągać ostateczne wnioski, to już teraz można powiedzieć, że w ciągu ostatnich kilku miesięcy inflacja wyraźnie uderzyła w konsumpcję gospodarstw domowych, a tym samym wpłynęła na zyski firm z sektora dóbr uznaniowych. Pomimo obniżek oferowanych przez sklepy dystrybucyjne, mających na celu zmniejszenie nadmiaru zapasów, sprzedaż detaliczna spadła w USA w grudniu o -1,1%, a w strefie euro o -2,7%. Presja dotycząca marży była szczególnie duża w przypadku sprzedawców odzieży i domów towarowych, ze względu na wyższe rachunki za tekstylia, energię i transport. Podczas gdy średnia stopa wzrostu zysku na akcję (EPS) w całej branży wyniosła w IV kwartale -1,6%, to zysk netto dystrybutorów i specjalistycznych firm detalicznych spadł odpowiednio o -8,5% i -32,7%. Zgodnie z prognozami na rok 2023, duzi gracze w sektorze obniżyli swoje prognozy zysków na ten rok, licząc na poprawę nastrojów w ciągu kilku kwartałów (Wykres 10).

² *Financial and Risk literacy: Resilience in Times of Covid-19 [Biegłość w sprawach finansowych i ryzyka: Odporność w czasach Covid-19].*

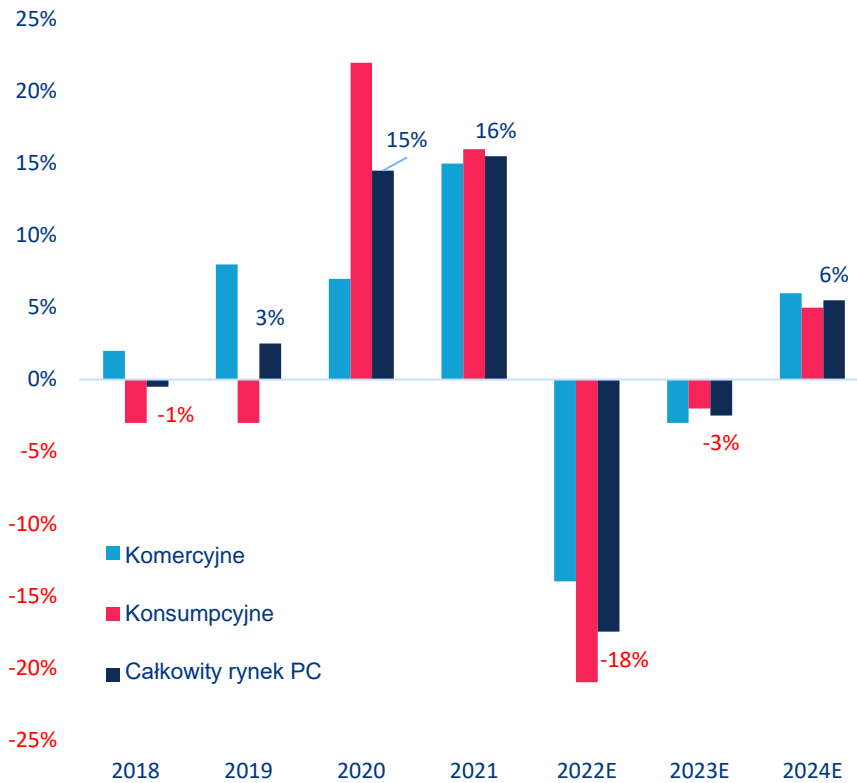
Wykres 10. Tempo wzrostu przychodów i zysku na akcję (EPS) w 2022 roku



Source(s): Refinitiv Eikon (wg stanu na 07 lutego 2023), Dział Analiz Allianz

Skutki odczuwa również elektronika użytkowa. Po dwóch latach boomu sprzedażowego związanego z lockdownem (liczba sprzedanych sztuk komputerów PC na świecie wzrosła o +14% w 2020 roku i o +15% w 2021 roku), w 2022 roku sprzedaż komputerów PC i tabletów spadła odpowiednio o -17% i -3,3% (dane wstępne). Konsumenty, którzy kupili nowe komputery w czasie pandemii, nadal nie muszą odnawiać swoich obecnych modeli, a firmy są teraz bardziej ostrożne z budżetami, biorąc pod uwagę makroekonomiczne czynniki zewnętrzne. Chociaż duzi gracze zapowiedzieli, że spodziewają się zmniejszenia presji w drugiej połowie roku, rok 2023 będzie kolejnym słabym rokiem dla sprzedawców sprzętu. Potwierdzają to producenci układów scalonych, którzy na skutek słabnącego popytu ze strony sektora technologicznego cierpią z powodu podwyższonego poziomu zapasów. W związku z tym przenoszą produkcję do innych szybko rozwijających się segmentów, takich jak motoryzacja (Wykres 11). Globalna sprzedaż smartfonów w 2022 roku wyniosła 1,28 mld sztuk (-11% w ujęciu rocznym), co jest najniższym poziomem od 2013. Sprzedaż smartfonów w Chinach spadła o -13% w ujęciu rocznym w 2022 roku do 286 mln sztuk (w porównaniu do 329 mln w 2021); po raz pierwszy od dekady sprzedaż spadła poniżej 300 mln sztuk, ponieważ surowe ograniczenia Covid-19 jeszcze bardziej ograniczyły popyt. Chociaż najgorsze może być już za nami, to oczekuje się, że globalna sprzedaż smartfonów spadnie w tym roku o -4,1% w ujęciu rocznym do 1,23 mld sztuk.

Wykres 11: Roczny wzrost dostaw PC na świecie



Source(s): IDC, Bloomberg, Dział Analiz Allianz

W centrum uwagi – polityka monetarna w Europie Środkowo-Wschodniej przed zakrętem?

Podobnie jak w pozostałych krajach UE, kryzys energetyczny w Europie Środkowo-Wschodniej w ostatnich tygodniach osłabł, a niższe niż oczekiwano ceny energii stanowią mniejsze zagrożenie dla wzrostu gospodarczego. Na początku lutego pojemność magazynów gazu w UE była wypełniona w ponad 70%, czyli znacznie powyżej średniej 45%, która zwykle występuje o tej porze roku. W związku z tym, groźba racjonowania gazu tej zimy już praktycznie zniknęła. Ceny gazu ziemnego spadły do poziomu ostatnio widzianego przed rozpoczęciem wojny w Ukrainie.³ W dużej mierze jest to zasługa szczęścia: stosunkowo łagodna zima (jak dotąd) zmniejszyła zapotrzebowanie na ogrzewanie. Ale kluczowe znaczenie miała również reakcja polityczna w Europie Środkowo-Wschodniej, a zwłaszcza wysiłki zmierzające do zmniejszenia zużycia energii i poprawy efektywności energetycznej, a także zapewnienia alternatywnych źródeł energii i źródeł zastępujących import gazu z Rosji (zob. Wykres 12 dotyczący działań podjętych w regionie CEE-4, czterech największych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej).

³ Ponieważ cena kontraktów terminowych na gaz również spadła od grudnia, koszt zabezpieczenia gazu na zimę 2023/24 zmalał o około połowę.

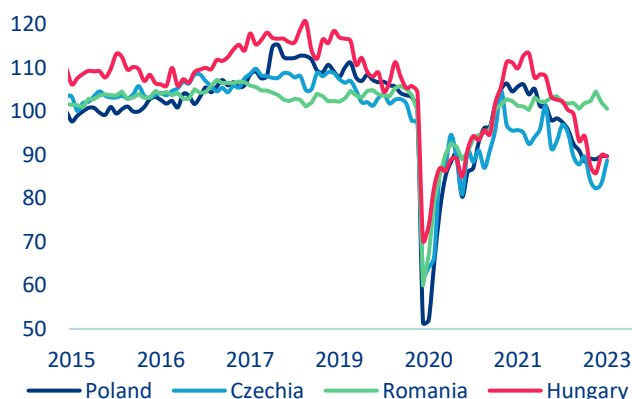
Wykres 12: Środki polityczne wprowadzone w regionie CEE-4 w celu zastąpienia importu gazu ziemnego z Rosji

Polska	<ul style="list-style-type: none"> - Zwiększenie produkcji węgla (opóźnienie zamknięcia elektrowni węglowych, otwarcie nowych kopalni) - Dopuszczenie stosowania węgla brunatnego do ogrzewania domów - Zwiększenie możliwości importu LNG i otwarcie rurociągu z Norwegią - Otwarcie instalacji grzewczych na biogaz i biometan
Czechy	<ul style="list-style-type: none"> - Zwiększenie produkcji węgla - Wydierżawienie udziałów w pływającym terminalu LNG w Niderlandach
Rumunia	<ul style="list-style-type: none"> - Zwiększenie produkcji węgla brunatnego i gazu ziemnego
Węgry	<ul style="list-style-type: none"> - Zwiększenie produkcji węgla i gazu ziemnego - Przedłużenie okresu eksploatacji elektrowni jądrowych - Import gazu przez Serbię i Turcję

Źródła: Władze krajowe, Capital Economics, Dział Analiz Allianz

W związku z tym, prognozy wzrostu w regionie CEE-4 na rok 2023 pozostają umiarkowane. Wpływ utrzymującej się wysokiej inflacji, wzrostu stóp procentowych (opóźniony wpływ agresywnego zacieśnienia polityki monetarnej w 2022 roku), słabszego popytu zewnętrznego i pogorszenia zaufania przedsiębiorców (Wykres 13) stanie się w pełni odczuwalny w tym roku. Dane opublikowane w ubiegłym tygodniu potwierdzają, że gospodarka czeska wpadła w recesję w drugiej połowie 2022 roku, a w tym kwartale w Allianz Trade spodziewamy się kolejnego spadku produkcji. Zakładamy, że Węgry również znalazły się w recesji już w drugiej połowie roku, ponieważ PKB spadł w III kwartale, a znaczne wycofanie wsparcia rządowego (w tym rezygnacja z ograniczenia cen benzyny i oleju napędowego) w ostatnich miesiącach z powodu braku możliwości fiskalnych prawdopodobnie doprowadziło do bolesnej korekty w kolejnych kwartałach. Opublikowane przez Polskę dane o PKB za cały rok 2022 sugerują, że gospodarka tego kraju prawdopodobnie również uległa zmniejszeniu w IV kwartale roku. W Rumunii produkcja przemysłowa jest w recesji od drugiej połowy 2022 roku, ale silny handel detaliczny jak dotąd zapobiega recesji całej gospodarki. Prognozujemy, że w całym roku 2023 wzrost PKB w Czechach będzie mniej więcej niezmienny, na Węgrzech i w Polsce wyniesie około +0,7%, a w Rumunii +1,3%.

Wykres 13: Wskaźnik nastrojów w gospodarce

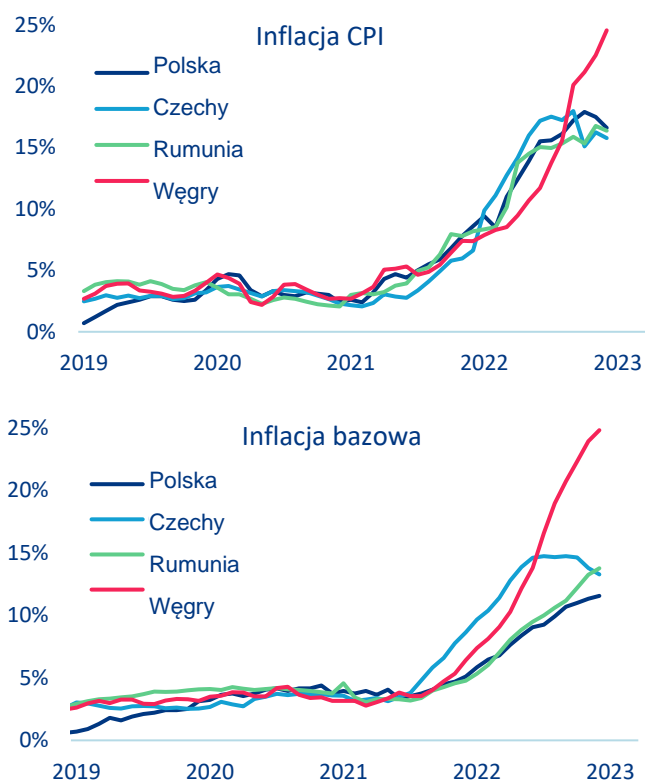


Źródła: Komisja Europejska, Dział Analiz Allianz

W większości gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej inflacja osiągnęła szczyt i w tym roku może spadać szybciej niż oczekiwano. W ciągu najbliższych dwóch lat wzrost cen pozostanie jednak na wysokim poziomie i będzie wyższy od zakładanego. Dla regionu CEE-4, Wykres 14 (lewy panel) sugeruje, że inflacja cen konsumpcyjnych przekroczyła cykliczny szczyt w Czechach (18% w ujęciu rocznym we wrześniu 2022 roku), Polsce (17,9% w październiku) i Rumunii (16,8% w listopadzie). Znacznie silniejszy niż oczekiwano spadek cen gazu ziemnego od grudnia powinien zapewnić kontynuację trendu dezinflacyjnego, nawet jeśli zmiany w środkach

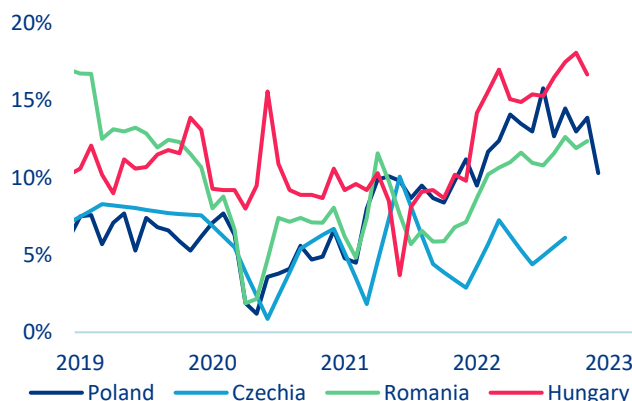
wsparcia energetycznego w 2023 roku spowodują tymczasowy (niewielki) wzrost inflacji w niektórych krajach w styczniu lub lutym. Jednak w 2023 roku inflacja prawdopodobnie pozostanie stabilna, ponieważ nie była napędzana wyłącznie przez gwałtownie rosnące ceny energii w latach 2021-2022, lecz również przez rosnące ceny żywności i wyższą inflację bazową. Ta ostatnia osiągnęła jak dotąd szczyt tylko w Czechach (patrz Wykres 14, prawy panel), które w 2022 roku odnotowały znacznie niższy wzrost płac niż inne kraje (Wykres 15). Węgry są w tym kontekście wyjątkiem wśród krajów CEE-4. Dzięki znacznemu wsparciu ze strony rządu, inflacja była tam początkowo niższa niż gdzie indziej. Jednak od września 2022 roku gwałtownie wzrosła i w grudniu osiągnęła prawie 25% w ujęciu rocznym (zarówno w przypadku cen konsumpcyjnych, jak i inflacji bazowej), po tym jak rząd zrezygnował ze wsparcia w związku z szybko rosnącym deficytem fiskalnym i deficytem na rachunku obrotów bieżących. Innymi głównymi czynnikami napędzającymi inflację na Węgrzech były nominalny wzrost płac (najwyższy w regionie, 16% w 2022 roku, zob. Wykres 15) oraz deprecjacja waluty. W przyszłości w Allianz Trade przewidujemy szybszy spadek inflacji zasadniczej w Czechach, do około 5% na koniec 2023 roku (średnio około 9,5%), a następnie w Rumunii (koniec roku 6,5%, średnio 10,5%), Polsce (koniec roku 7,5%, średnio 11,5%) i na Węgrzech (koniec roku 9%, średnio 15,5%). W przypadku braku nowych wstrząsów, dezinflacja powinna utrzymać się w 2024 roku, jednak w Allianz Trade przewidujemy, że inflacja spadnie do docelowego przedziału banku centralnego tylko w Czechach ($2\% \pm 1$ pkt. proc.) do końca 2024 roku.

Wykres 14: Inflacja cen konsumpcyjnych (wyżej) i bazowa (niżej) w regionie CEE-4



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 15: Nominalny wzrost wynagrodzeń

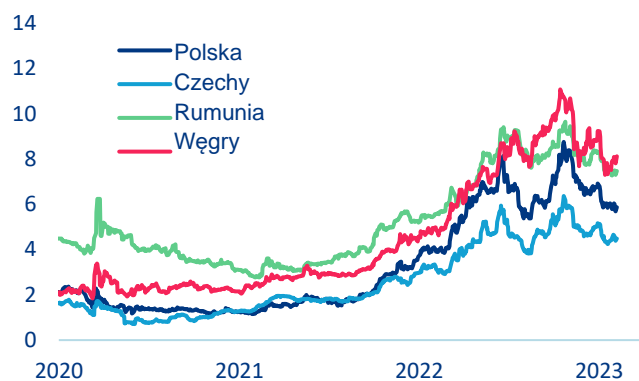


Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Banki centralne w regionie CEE-4 były pierwszymi, które zatrzymały cykl podnoszenia stóp procentowych i oczekujemy, że niektóre z nich będą również przodować w kwestii punktu zwrotnego. Narodowy Bank Czech (CNB) był pierwszym dużym bankiem centralnym rynków wschodzących, który zakończył cykl zacieśniania (po ostatniej podwyżce w czerwcu 2022 roku), a następnie Narodowy Bank Polski (NBP) we wrześniu i bank centralny Węgier (MNB) w październiku. Narodowy Bank Rumunii (NBR) był początkowo opóźniony w zacieśnianiu polityki pieniężnej – kontynuował podwyżki aż do stycznia 2023. Prawdopodobnie był to koniec cyklu podwyżek, choć istnieje szansa, że 9 lutego zdecyduje się na jeszcze jedną podwyżkę stóp. Banki centralne w regionie CEE-4 były ostatnio bardzo ostrożne w informowaniu o swojej polityce pieniężnej i unikają rozmów o potencjalnych obniżkach stóp w 2023 roku. Może to jednak odzwierciedlać fakt, że błędy w komunikacji politycznej MNB i NBP dotyczące zakończenia cyklu zacieśniania spowodowały pewne zawirowania na rynku (gwałtowny wzrost rentowności obligacji; patrz Wykres 16) we wrześniu-październiku 2022; MNB musiał wręcz dokonać ponownego zacieśnienia. Banki centralne będą chciały uniknąć powtórki tego zamieszania.

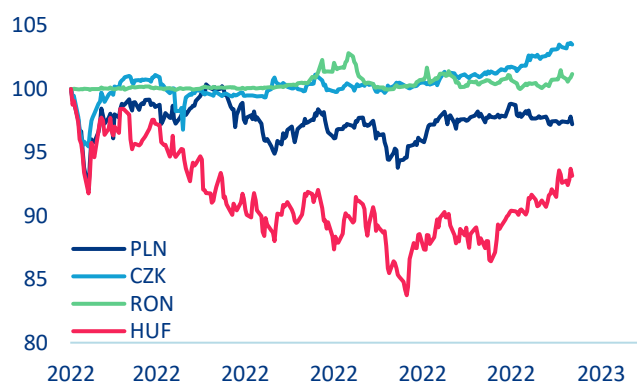
Niemniej jednak, o ile nie pojawią się nowe problemy, w Allianz Trade spodziewamy się, że banki centralne w regionie CEE-4 rozpoczną łagodzenie polityki pieniężnej w 2023, biorąc pod uwagę nieco lepsze perspektywy dezinflacji i utrzymujące się przeszkody dla wzrostu gospodarczego w regionie. CNB będzie prawdopodobnie jednym z pierwszych banków centralnych krajów wschodzących, który obniży stopy procentowe w tym roku, najprawdopodobniej w czerwcu, kiedy przewiduje się, że roczna inflacja w Czechach spadnie do poziomu jednocyfrowego. Niedawna aprecjacja korony czeskiej (Wykres 17) może również przemawiać za wczesną zmianą stóp, ponieważ CNB chce uniknąć zbyt silnej korony i zagrożenia konkurencyjności gospodarki. W drugiej połowie roku przewidywane są dalsze obniżki stóp przez NBP, dzięki czemu stopa procentowa w Czechach wyniesie 6,00% na koniec 2023 roku (w porównaniu z obecnymi 7,00%). W Polsce Allianz Trade spodziewa się pierwszej obniżki stóp procentowych około września, kiedy inflacja powinna spaść poniżej 10%, a następnie kolejnej obniżki pod koniec tego roku, kiedy stopa procentowa NBP wyniesie 6,25% (w porównaniu do 6,75% obecnie). Banki centralne Rumunii i Węgier prawdopodobnie poczekają z rozpoczęciem łagodzenia polityki pieniężnej do IV kwartału 2023 roku. Przewiduje się, że oba kraje będą miały duży dwucyfrowy deficyt na rachunku fiskalnym i rachunku bieżącym, a rentowność obligacji rządowych jest wyższa niż w Czechach i Polsce, co wymaga większej ostrożności ze strony decydentów. Prognozujemy, że na koniec 2023 roku stopy procentowe wyniosą 6,75% w Rumunii i 12,00% na Węgrzech (obecnie odpowiednio 7,00% i 13,00%). Wykres 18 zawiera podsumowanie naszych prognoz dotyczących stóp procentowych w regionie CEE-4 w 2023 roku. Prognozy te sugerują również, że zgodnie z naszymi oczekiwaniami wszystkie banki centralne regionu CEE-4 powinny dokonać zmiany kierunku w zakresie stóp procentowych przed EBC, a CNB i NBP - przed Bankiem Rezerw Federalnych.

Wykres 16: Stopy zwrotu z 10-letnich obligacji rządowych (%)



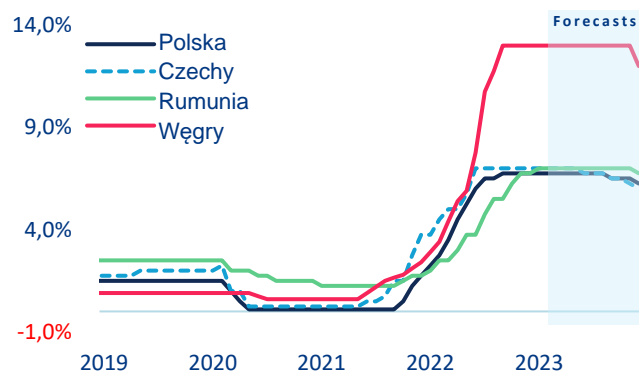
Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 17: Wykres zmian kursów walut w stosunku do EUR (23 lutego 2022 = 100; wartości powyżej/poniżej 100 odzwierciedlają aprecjację/dewaluację)



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 18: Kluczowe stopy procentowe i prognozy



Źródła: Refinitiv, prognozy Działu Analiz Allianz

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.