

luty 2023 r.

Allianz Research

Stopy, nie róże

Długie pożegnanie z ekonomią zerowej emisyjności i jego implikacje dla sektora prywatnego i publicznego w strefie euro

Podsumowanie



Arne Holzhausen
Dyrektor ds. Ubezpieczeń, Aktywów i Badań
Trendów
arne.holzhausen@allianz.com



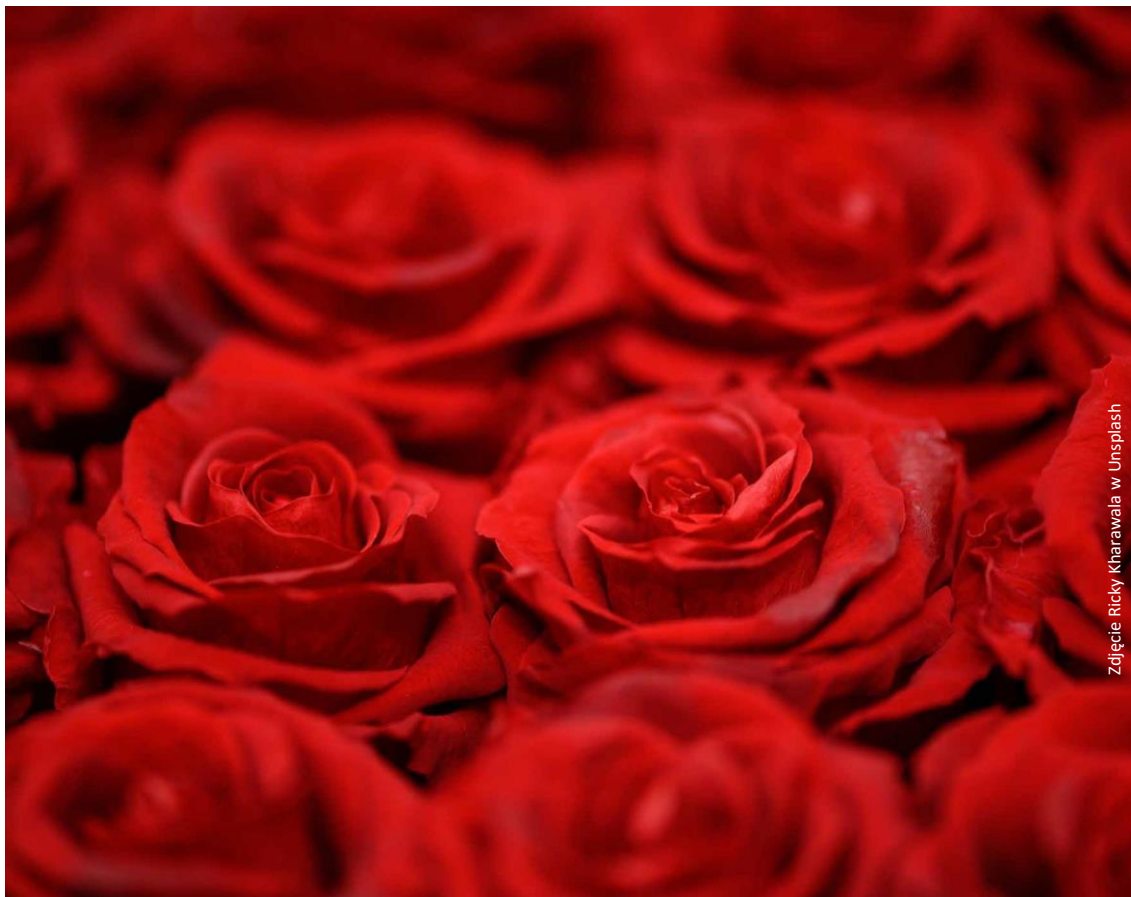
Kathrin Stoffel
Ekonomistka, Specjalistka ds. Ubezpieczeń i
Aktywów
kathrin.stoffel@allianz.com

- **Rok 2022 zakończył epokę ujemnych stóp procentowych. Ale zwrot ten nie dotarł jeszcze do wszystkich obszarów gospodarki.** Choć stopy procentowe dla nowych depozytów i kredytów dla gospodarstw domowych podążyły za przykładem banków centralnych - trzymając się jednak mocno z tyłu - ogólny wpływ na kwoty obowiązujących umów jest praktycznie niewidoczny: W strefie euro stopy procentowe depozytów wzrosły o 4bps rok 2022 do roku 2021, ale spadały dla kredytów, aczkolwiek o skromne 3bps.
- **Choć wpływ na sektory gospodarcze jest nadal stonowany, mając na względzie różne terminy wymagalności, można już zauważyć pewne zmiany. Sektor rządowy pożyczający głównie na rynkach zaczyna już odczuwać skutki finansowe: Płatności odsetek netto skoczyły o +19,8% osiągając w 2022 r. poziom 207 mld EUR, czyli najwyższy od 2017 r.** Jest to wynikiem kombinacji nieco rosnących stóp procentowych od zobowiązań (+20bps) i jeszcze większej góry długu publicznego (+4,7%). Tym niemniej w latach 2008-2022 sektor państwowych w strefie euro był jednym z wygranych polityki ujemnych stóp procentowych: Roczne zmiany w płatnościach odsetek netto pozwoliły na osiągnięcie łącznych oszczędności w wysokości 405 mld EUR.
- **Sektor przedsiębiorstw był kolejnym dużym wygranym, ale musiał też sobie radzić z rosnącym rachunkiem za odsetki w 2022 r.: wzrost o 11,6 mld EUR (+9,4%) sprowadził płatności odsetek netto z powrotem do poziomu sprzed pandemii.** Tym niemniej od 2008 r. roczny rachunek za odsetki w tym sektorze na poziomie strefy euro spadł niemalże o połowę do szacowanego poziomu 136 mld EUR w 2022 r. Skumulowane zmiany roczne opiewają na potężną kwotę 1.424 mld EUR.
- **Prywatne gospodarstwa domowe w strefie euro znalazły się po przegranej stronie polityki ujemnych stóp procentowych – wynika z analiz Allianz Trade, ale ich sytuacja w roku 2022 pozostawała praktycznie bez zmian.** Na przestrzeni lat ujemnych stóp procentowych, dochód netto gospodarstw domowych z odsetek nieprzerwanie spadał (osiągając -111 mld EUR w 2022 r.), pomimo, że ich nadwyżka aktywów niezwykle wzrosła - ograniczenie długów spotkało się ze znacznymi oszczędnościami - a różnica między stopami procentowymi zawężyła się na ich korzyść. Skumulowane zmiany opiewają na kwotę -537 mld EUR. Dzieje się tak, gdy zysk z posiadanych przez nas aktywów spada do wartości zbliżonych do zera (0,5% w 2022 r.).

- **Z analiz Allianz Trade wynika, że kolejnym dużym przegranym są firmy finansowe, a w szczególności banki. Tym niemniej w sektorze tym nastąpił już zwrot: Dochód z odsetek netto wzrósł o +7,8%, czyli o kwotę 33 mln EUR w 2022 r.** Przyczyną tego jest łagodna poprawa marż (+2bps), która może zrobić znaczącą różnicę, mając na względzie rozmiar bilansu sektora. Tym niemniej od 2008 r. dochód z odsetek netto spadł o 114 mld EUR do szacunkowego poziomu 460 mld EUR w 2022 r.; skumulowane zmiany opiewają na potężną kwotę - 1.281 mld EUR. Głównym sprawcą tej sytuacji było kurczenie się marż wraz z zawężaniem się różnicy między stopami procentowymi na niekorzyść sektora.
- **Dodanie wszystkich sektorów według krajów prowadzi do całkiem zaskakujących wyników. Największy z krajów, Niemcy, skorzystał na epoce ujemnych stóp procentowych na poziomie równym 6,6% PKB.** Głównym powodem tego stanu rzeczy są ogromne oszczędności sektora państwowego. Dlatego trzeba uważać, czego sobie życzymy. Jak w poprzedniej epoce, kolejne lata normalizacji, kiedy to wszystkie sektory gospodarki będą coraz bardziej odczuwać zwrot w obszarze stóp procentowych, mogą również przynieść pewnych nieoczekiwanych wygranych i przegranych. Maraton korekt ku wyższym stopom właśnie się rozpoczął.



Zeskanuj kod QR i zyskaj dostęp do aplikacji, w której sprawdzisz dane dla każdego z 9 krajów objętych analizą zawartą w niniejszym raporcie.



Jeszcze (prawie) niczego nie widzieliście

To się na prawdę stało: w lipcu ubiegłego roku Europejski Bank Centralny (ECB) podniósł stopy procentowe po raz pierwszy od ponad dekady. Galopująca inflacja zmusiła ten organ nadzoru monetarnego do zakończenia ultra luźnej polityki monetarnej i powrotu do koncentracji na jego prawdziwym zadaniu - dbaniu o stabilność monetarną. Po raz pierwszy od ośmiu lat zerowych, a nawet ujemnych stóp procentowych, kluczowe stopy procentowe w strefie euro stały się dodatnie. Ma to bezpośredni wpływ na aktorów gospodarczych: z jednej strony oszczędzający zaczęli znowu otrzymywać większy dochód z odsetek od ich aktywów, a z drugiej finansowanie podrożało dla kredytobiorców.

Przed przyjrzeniem się zmianom w dochodzie z odsetek netto, czyli preferowanej przez Allianz Trade mierze oceny wpływu polityki ujemnych stóp procentowych (NIRP) na różne sektory (patrz schemat), należy najpierw odpowiedzieć na jedno pytanie: Czy wpływ zwrotu w zakresie stóp procentowych dosięgnął już gospodarki? Patrząc na gospodarstwa domowe, odpowiedź brzmi zarówno tak, jak i nie. Średnia ważona stóp procentowych dla nowych kredytów¹ zdążyła już wzrosnąć w części krajów: Wzrost w ciągu 2022 r. (od stycznia do listopada) waha się w przedziale od zaledwie 24bps we Francji do 97bps w Niemczech, a średnia w strefie euro wynosi 58bps. Choć zauważalny, wzrost ten snuje się powoli

¹ Kredyty na zakup domu i inne kredyty. Obliczenia oparte na opublikowanych przez ECB danych statycznych dotyczących stóp procentowych oferowanych przez banki.

szlakiem wytyczonym zmianami stóp przewidywanymi w politykach, które wzrosły o +250 bps w 2022 r. Sytuacja wygląda bardzo podobnie dla nowych depozytów². Tutaj zakres wzrostu waha się od jedynie 5bps w Portugalii do 105bps w Finlandii (patrz Rysunek 1).

Z drugiej strony wpływu wzrostu stóp nie odczuły jeszcze obowiązujące umowy kredytowe³. Przeciętnie w strefie euro stopy procentowe spadły jeszcze bardziej w ubiegłym roku - choć jedynie minimalnie, o

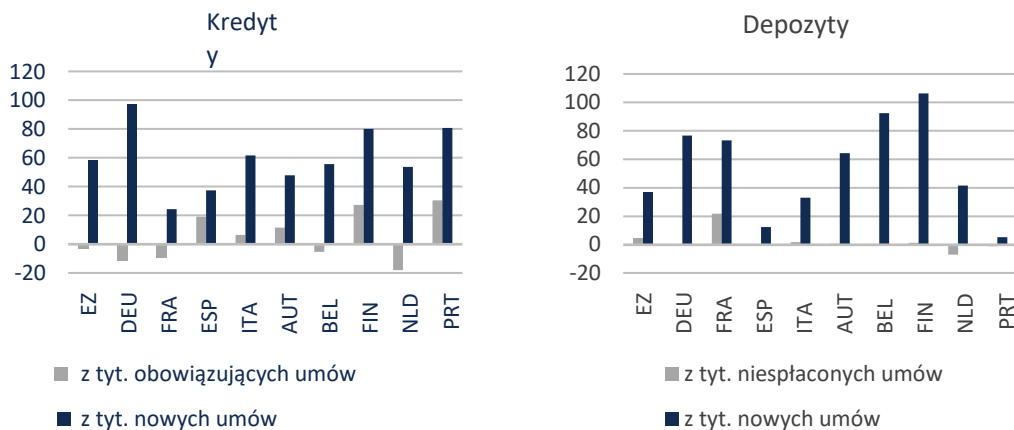
² Wyłącznie depozyty z uzgodnionym terminem wymagalności.

³ Kredyty udzielane na zakup domu, kredyty konsumenckie i inne kredyty.

3bps - dzięki głównie długoterminowym stałym stopom procentowym. Jedynie w dwóch krajach, tzn. w Finlandii (+27bps) i Portugalii (+30bps) średnie stopy procentowe dla kredytów wzrosły o ponad 20bps. Jest to związane ze względnie wysokim udziałem kredytów na zmienną stopę procentową w tych krajach. Sytuacja wygląda podobnie po stronie depozytów⁴: Ogólny wzrost jest ledwo zauważalny (+4bps w strefie euro); jedynie we Francji doszło do wzrostu o ponad 20bps (patrz Rysunek 1).

⁴ Depozyty z uzgodnionym terminem wymagalności, depozyty wypłacane na żądanie i depozyty overnight.

Rysunek 1: Zmiany stóp procentowych kredytów i depozytów dla gospodarstw domowych z tytułu nowych i obowiązujących umów, rok 2022* do roku 2021



*Styczeń do listopada

Źródła: ECB, Allianz Research

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 przejść, 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.