

Bank Anglii: pierwszy do podnoszenia, ostatni do zakończenia podwyżek i zmiany kursu

16 maja 2023

Ludovic Subran

Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

allianz.com

Ana Boata

Head of Economic Research

ana.boata@allianz-trade.com

allianz-trade.com

Roberta Fortes

Senior Economist

roberta.fortes@allianz-trade.com

allianz-trade.com

Jasmin Gröschl

Senior Economist

jasmin.groeschl@allianz.com

allianz.com

Andreas Jobst

Head of Macroeconomic and

Capital Markets Research

andreas.jobst@allianz.com

Manfred Stamer

Senior Economist

manfred.stamer@allianz-trade.com

allianz-trade.com

Markus Zimmer

Senior Economist, ESG

markus.zimmer@allianz.com

allianz.com

- **Zgodnie z oczekiwaniami, Bank Anglii w poprzednim tygodniu podniósł stopy procentowe o +25 pkt. bazowych, jednak wciąż będzie musiał radzić sobie z bardziej nieustępliwą niż oczekiwano inflacją.** W marcu inflacja w Wielkiej Brytanii wyniosła 10,1% i była wyższa niż we wszystkich innych krajach Europy Zachodniej, a także w USA. Spadek cen żywności i normalizacja łańcuchów dostaw, jak również ujemne efekty bazowe wynikające z cen energii spowodują do IV kwartału 2023 roku spadek inflacji do 4%. Pod koniec 2024 roku Allianz Trade spodziewa się inflacji na poziomie 2,5% w ujęciu rocznym, lecz nadal będzie to poziom o 0,5% wyższy niż w USA.
- **Największe obawy budzi pętla płacowo-cenowa.** Udział inflacji wynikającej z wynagrodzeń wzrósł ponad dwukrotnie w ciągu jednego roku, znacznie więcej niż w innych krajach Europy Zachodniej. Allianz Trade oczekuje, że do końca 2024 roku tempo wzrostu płac pozostanie bliskie 5%, ponieważ ciężko będzie zmniejszyć zastój na rynku pracy, głównie z powodu Brexitu i wysokiego wskaźnika bierności zawodowej.
- **Gospodarka brytyjska zacznie wykazywać więcej oznak napięć związanych z płynnością.** W porównaniu z poprzednimi cyklami, czas przełożenia się wyższych stóp procentowych na gospodarkę realną prawdopodobnie podwoił się z około siedmiu miesięcy do ponad jednego roku. Prężny sektor usług opóźnił recesję, jednak w najbliższych miesiącach powinno rozpocząć się zaostrzenie warunków udzielania kredytów przez banki. Dynamika udzielania kredytów dla MŚP już teraz kurczy się tak bardzo, jak to miało miejsce w latach 2012-2013, lecz Allianz Trade oczekuje, że zjawisko to zacznie obejmować również gospodarstwa domowe.
- **Inflacja utrzymująca się na wyższym poziomie niż w innych zaawansowanych gospodarkach, rosnące globalne ryzyko finansowe i korekta na rynku mieszkaniowym spowodują, że Bank Anglii będzie nadal robił tylko małe kroczki.** Oznacza to, że bankowa stopa oprocentowania osiągnie szczytowy poziom 5% po trzech dodatkowych podwyżkach o 25 pkt. bazowych do końca roku, a zmiana kursu nastąpi dopiero wiosną 2024 roku, co sprawi, że będzie to najdłuższy cykl podwyżek w historii. Ogólnie rzecz biorąc nie sądzimy, aby Bank Anglii obniżył stopy procentowe o więcej niż 100 pkt bazowych w 2024 roku, ponieważ korekta na rynku mieszkaniowym będzie bardziej umiarkowana w porównaniu z USA (około -10% do końca 2024). Różnica w poziomie inflacji dobrze wróży również różnicy w poziomie stóp procentowych w USA (oczekiwanej na poziomie 3,25%) i powinna wspierać stosunkowo silniejszy GBP (1,30 wobec USD). W związku z tym, stopy procentowe w Wielkiej Brytanii pozostaną znacznie powyżej stopy neutralnej szacowanej na 1,25% - 2,5%.

Wielka Brytania – pierwsza do podnoszenia, ostatnia do zakończenia podwyżek i zmiany kursu

Pomimo podwyżki stóp procentowych o 25 pkt. bazowych, Bank Anglii będzie musiał radzić sobie z bardziej nieustępliwą niż oczekiwano inflacją. Mimo że globalne łańcuchy dostaw normalizują się¹ a ceny surowców ulegają ochłodzeniu, inflacja w marcu osiągnęła poziom 10,1%, wyższy niż we wszystkich innych krajach Europy Zachodniej i po raz pierwszy od końca lat 1980-ych wyższy niż w USA. Podczas gdy inflacja cen paliw była ujemna po raz pierwszy od dwóch lat (-5,9% rocznie), to jednak ceny żywności przyspieszyły (+19,2% rocznie) i inflacja bazowa utrzymała się na wysokim poziomie 6,2%, powyżej poziomu 5,5% w USA i 5,6% w strefie euro. Szacujemy, że w marcu inflacja bazowa cen towarów wyniosła 2,1% w ujęciu rocznym w porównaniu z najwyższym poziomem 3,4%, a inflacja bazowa cen usług prawdopodobnie utrzymała się powyżej 5% (Wykres 2).

Wybiegając w przyszłość Allianz Trade spodziewa się, że do grudnia inflacja cen energii będzie ujemna, z uwagi na spodziewane korekty cen energii przez Ofgem, które odbywają się co trzy miesiące. To – wraz ze spadkiem cen surowców rolnych i niższą siłą cenową sprzedawców detalicznych – powinno sprzyjać wyhamowaniu inflacji cen artykułów spożywczych, która do grudnia 2023 roku powinna osiągnąć poziom bliski 5%. Inflacja cen usług podstawowych będzie jednak nadal budzić obawy, zwłaszcza że aktywność gospodarcza zaskoczyła ostatnio na plus (Wykres 3). Gospodarstwa domowe zrekompensowały spadek realnych dochodów rozporządzalnych o -1,3% w 2022 roku (strata tak duża, jak w 2020 i dwukrotnie większa niż w 2008 roku) obniżając stopę oszczędności do poziomu poniżej średniej sprzed pandemii i zaciągając więcej kredytów (+13,0% rocznie karty kredytowe; +7,7% kredyt konsumpcyjny). Chociaż taka sytuacja może utrzymać się jeszcze przez kilka miesięcy, ponieważ zaufanie konsumentów jest lepsze niż jesienią 2022 roku, to rekordowo wysokie oprocentowanie kredytów bankowych (powyżej 11%) sprawi, że nie utrzyma się w dłuższej perspektywie. Ogólnie Allianz Trade oczekuje, że w IV kwartale 2023 roku inflacja w Wielkiej Brytanii osiągnie poziom 4% rocznie. Pod koniec 2024 roku Allianz Trade spodziewa się inflacji na poziomie 2,5% rocznie, ale nadal będzie to poziom o 0,5% wyższy niż w USA.

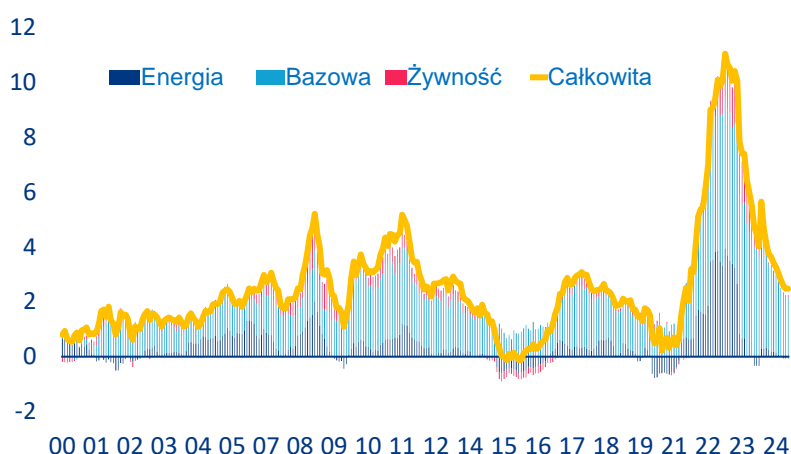
Wykres1: Rozbicie inflacji w ujęciu rocznym

	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23
Total CPI	5.5	6.2	7.0	9.0	9.1	9.4	10.1	9.9	10.1	11.1	10.7	10.5	10.1	10.4	10.1
Food, alcoholic beverages & tobacco	3.9	4.6	5.5	6.0	7.5	8.2	10.4	10.7	11.7	13.1	12.7	12.8	13.7	14.8	15.5
1 - Food and non-alcoholic beverages	4.3	5.1	5.9	6.7	8.6	9.8	12.6	13.1	14.5	16.2	16.4	16.8	16.7	18.0	19.1
2.1 - Alcoholic beverages	1.4	1.5	2.5	1.2	1.7	1.2	2.8	2.9	2.8	4.0	4.1	3.5	5.8	5.7	5.9
2.2 - Tobacco	5.1	5.7	7.1	7.8	8.5	8.3	8.1	8.1	8.3	8.3	4.0	3.9	4.5	5.7	4.7
Energy	23.2	22.7	27.6	52.1	52.8	57.3	57.8	52.0	49.6	59.0	55.6	52.8	51.2	49.0	40.5
7.2.2 - Fuels and lubricants	23.6	22.3	30.7	31.4	32.8	42.3	43.7	32.1	26.5	22.2	17.2	11.5	7.7	4.6	-5.9
4.5.1 - Electricity	19.2	19.2	19.2	53.5	53.5	53.5	54.0	54.0	54.0	65.7	65.4	65.4	66.7	66.7	66.7
4.5.2 - Gas	28.3	28.3	28.3	95.5	95.5	95.5	95.7	95.7	95.7	128.9	128.9	128.9	129.4	129.4	129.4
Core CPI	4.4	5.2	5.7	6.2	5.9	5.8	6.2	6.3	6.5	6.5	6.3	6.3	5.8	6.2	6.2
Goods	7.2	8.3	9.4	12.4	12.4	12.7	13.5	12.9	13.2	14.8	14.0	13.4	13.3	13.4	12.8
Non energy industrial goods	5.8	7.4	7.9	8.0	7.2	6.5	6.6	6.6	7.0	6.7	6.3	5.8	5.6	5.7	5.7
Cars (new)	14.0	14.5	14.6	13.5	12.6	9.5	7.0	5.0	4.2	1.8	0.5	0.3	-0.7	0.1	0.6
Clothing and footwear	6.3	8.9	9.8	8.3	7.0	6.2	6.7	7.6	8.5	8.5	7.5	6.5	6.2	8.1	7.2
Games, toys and hobbies	-3.1	4.2	3.6	10.6	5.0	4.3	6.5	1.8	2.5	1.5	-0.5	-4.8	2.8	0.3	1.2
Services	3.2	3.5	4.0	4.7	4.9	5.2	5.7	5.9	6.1	6.3	6.3	6.8	6.0	6.6	6.6
Non-core services	3.9	4.0	4.2	4.3	4.6	4.9	6.3	7.8	7.2	6.6	6.1	7.8	6.7	7.1	7.7
Transport services	3.6	4.0	4.8	4.8	6.2	6.7	10.4	12.0	10.3	10.0	8.1	14.2	5.5	5.9	7.6
Education	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
Package holidays	3.0	2.9	2.9	3.1	3.1	3.9	5.7	10.4	10.1	10.2	10.4	10.5	10.8	11.6	11.9
Core goods	2.6	3.2	3.4	3.5	3.1	2.8	3.0	2.9	3.0	2.9	2.7	2.4	2.1	2.1	2.1
Core services	2.6	2.9	3.4	4.1	4.2	4.5	4.8	4.7	5.0	5.3	5.4	5.6	4.8	5.3	5.2

Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

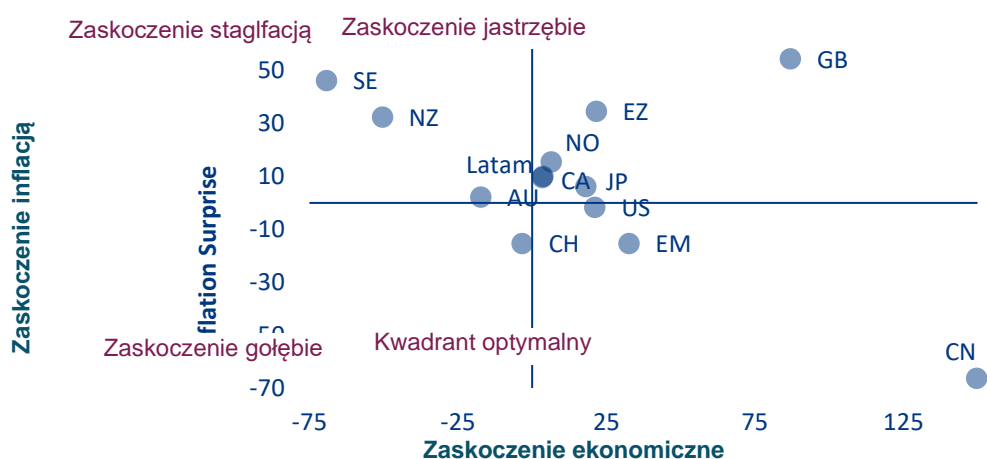
¹ Zob. raport [Global trade: recession followed by a mild recovery \[Handel światowy: recesja, a po niej niewielka poprawa\]](#).

Wykres 2: Prognozy inflacji w ujęciu rocznym



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 3: Zaskoczenie ekonomiczne wynikające z konsensusu aktywności i inflacji

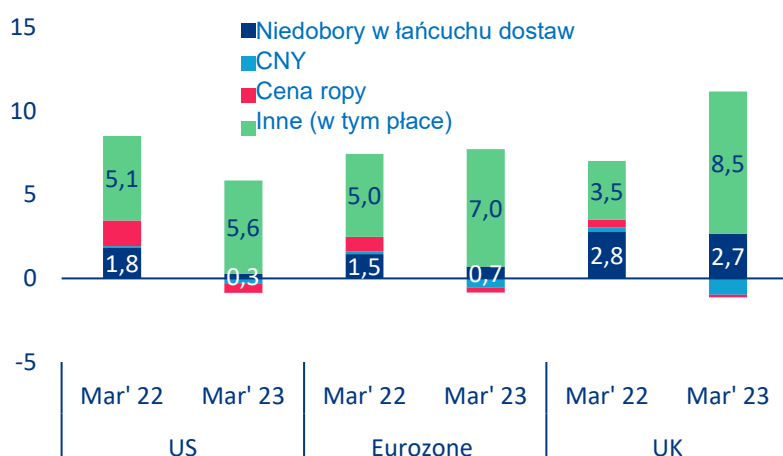


Źródła: Refinitiv, Citi, Dział Analiz Allianz

Największe obawy Banku Anglii budzi pętla płacowo-cenowa, ponieważ udział inflacji wynikającej z płac wzrósł ponad dwukrotnie w ciągu jednego roku (Wykres 4). Allianz Trade oczekuje, że do końca 2024 roku tempo wzrostu płac pozostanie bliskie 5%, ponieważ ciężko będzie zmniejszyć zastój na rynku pracy. Już w 2022 roku stwierdziliśmy, że w porównaniu z innymi krajami europejskimi Wielka Brytania jest bardziej narażona na ryzyko wystąpienia pętli płacowo-cenowej². Ostatnie komentarze głównego ekonomisty Banku Anglii i wcześniejsze komentarze gubernatora Andrew Baileya sugerują, że problem ten staje się coraz bardziej niepokojący.

² Zob. raport [Frying pan to fire: Will inflation spark a wage-price spiral in 2022? \[Patelnia na ogniu: czy inflacja spowoduje powstanie spirali płacowo-cenowej w 2022?\]](#)

Wykres 4: Udział poszczególnych komponentów w inflacji, pkt procentowe

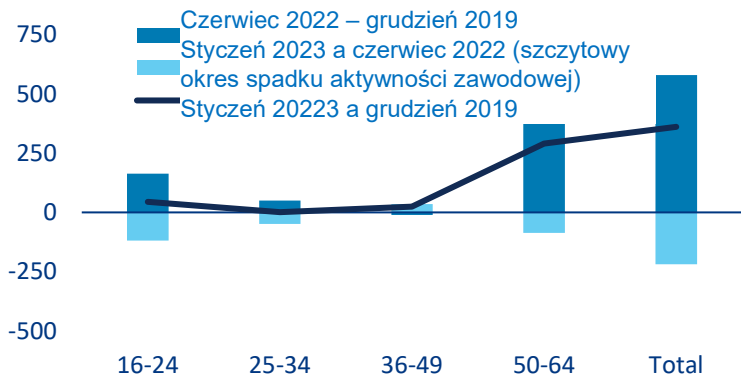


Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

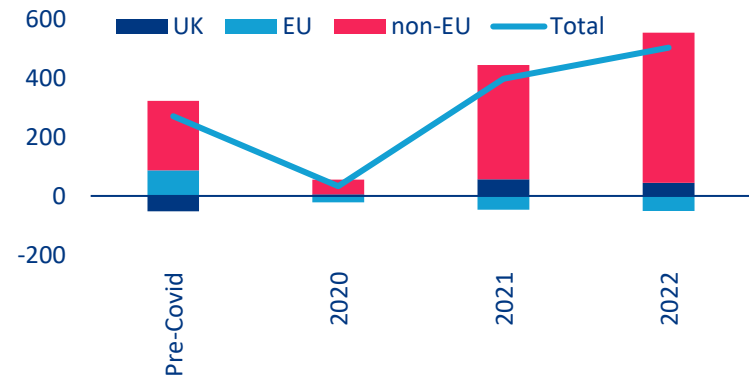
Według różnych szacunków średnioterminowa NAIRU – stopa bezrobocia przy stabilnym wzroście płac – wynosi 4,5% (wobec 3,8% obecnie i 4% oczekiwanych na koniec roku). Współczynnik aktywności zawodowej wynosi 63%, czyli poniżej poziomu sprzed kryzysu, niż niż w strefie euro i podobnie jak w USA. Od czasu kryzysu spowodowanego przez Covid-19 i Brexitu, Wielka Brytania zmagają się z poważnym niedoborem siły roboczej, gorszym niż ten obserwowany w USA. Choć liczba wolnych miejsc pracy zmniejszyła się w ciągu ostatnich kilku miesięcy, ponieważ plany zatrudnienia są ujemne od połowy 2022 roku, nadal utrzymuje się powyżej trendu wzrostowego i ponad 60% powyżej średniej sprzed pandemii w takich sektorach jak usługi komunalne, budownictwo, żywność i noclegi. Ponadto ostatnie badania nadal pokazują, że duża część firm ma trudności z rekrutacją (71% w marcu 2023). Wzrost liczby nieaktywnych pracowników (o około pół miliona osób w 2022 w porównaniu z końcem 2019 roku) zmniejsza się bardzo powoli (+360 tys. osób do 8,8 mln, czyli 27% ogółu zatrudnionych na początku 2023 roku). Tendencję tę w dużej mierze tłumaczy odchodzenie z rynku pracy starszych pracowników, które nie jest rekompensowane przez napływ młodych pracowników (Wykres 5a) ani przez przepływy migracyjne, pomimo znacznego wzrostu w 2022 roku (Wykres 5b). Biorąc pod uwagę, że w 2022 roku 40% liczby osób przyjezdnych spoza UE i 32% osób przyjezdnych z UE przyjechało do Wielkiej Brytanii na studia, to przy odpowiednich zachętach mogłoby to oznaczać dodatkową siłę roboczą w wysokości 350 tys. osób w nadchodzących latach, co równa się wzrostowi liczby osób nieaktywnych zawodowo od 2019 roku.

Wobec utrzymującego się poziomu aktywności zawodowej i wysokiej presji inflacyjnej, wzrost płac nadal przyspieszał (6,9% w ujęciu rocznym w lutym 2023 roku), nawet w sektorze produkcyjnym, który od jesieni 2022 roku jest w recesji. Wzrost płac w sektorze usług jest wysoki i wynosi 7,2% (Wykres 6), co więcej, perspektywy wzrostu płac pozostają wysokie, jak wynika z najnowszego raportu panelu decydentów Banku Anglii, ponieważ oczekiwania dotyczące cen i wolumenu uległy jedynie niewielkiej korekcie w dół (Wykres 7). Ponadto oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych na najbliższe 12 miesięcy utrzymują się na wysokim poziomie 5,2% (-1,1 pkt. proc. w porównaniu z najwyższym poziomem z lata ubiegłego roku), a na najbliższe pięć lat 3,6% (-1,2 pkt. proc. w porównaniu z najwyższym poziomem z lata ubiegłego roku).

Wykres 5a: Liczba osób nieaktywnych zawodowo wg wieku, zmiana w tys. osób



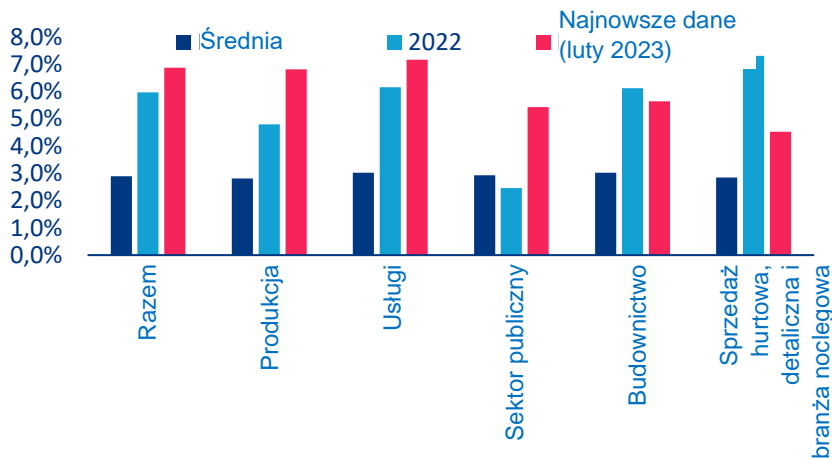
Wykres 5b: Migracja netto, w tys. osób



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

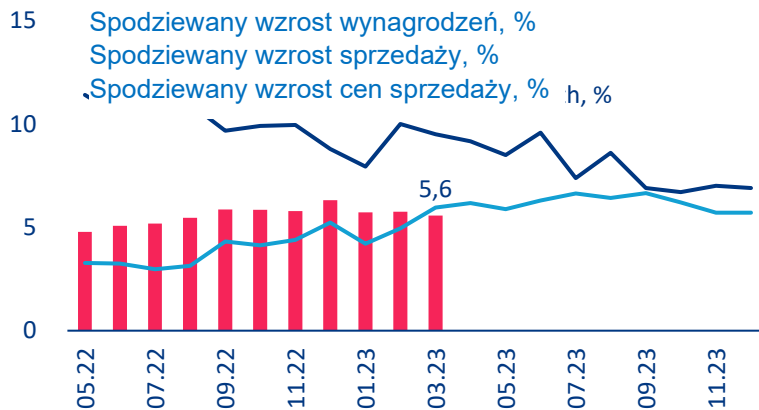
Źródła: ONS, Dział Analiz Allianz

Wykres 6: Wzrost wynagrodzeń w poszczególnych sektorach, rocznie



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 7: Spodziewany wzrost wynagrodzeń, wolumenu sprzedaży i cen, w %



Źródła: Bank Anglii, Dział Analiz Allianz

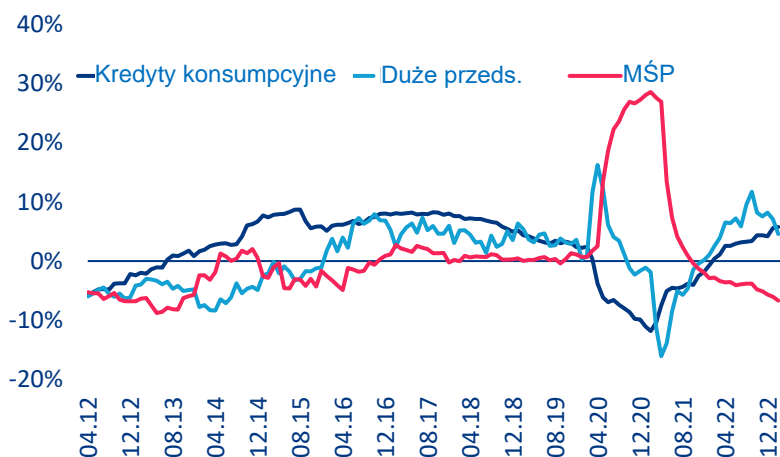
Gospodarka również przejawia oznaki napięć związanych z płynnością. Chociaż wrażliwość kluczowych stóp procentowych na wysokość oprocentowania kredytów bankowych jest historycznie najwyższa w USA i Wielkiej Brytanii (0,86 na wzrost kluczowych stóp procentowych o 1%), to zmieniająca się struktura kredytów opóźnia obecnie ich przenoszenie. Udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu spadł z ponad 40% w okresie przed niskimi stopami procentowymi do 6% na początku bieżącego cyklu wzrostowego. W połączeniu z kredytami o dłuższym terminie spłaty i nadmiarem gotówki w gospodarstwach domowych i przedsiębiorstwach oznacza to, że przeniesienie wyższych stóp procentowych na gospodarkę realną trwa obecnie ponad rok, podczas gdy wcześniej zajmowało to około siedmiu miesięcy. Negatywny wpływ jest już widoczny, ponieważ lokaty gospodarstw domowych zmniejszyły się w marcu po raz pierwszy od 2018 roku (Wykres 8), a tempo zaciągania kredytów spada. Banki również gwałtowniej zaostrzają warunki udzielania kredytów, co zaczyna być widoczne w przepływach nowych kredytów, zwłaszcza dla MŚP (Wykres 9).

Wykres 8: Podaż pieniądza w Wielkiej Brytanii (lokaty M4), zmiany miesięczne, w mld GBP



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 9: Wzrost kredytów w ujęciu rocznym



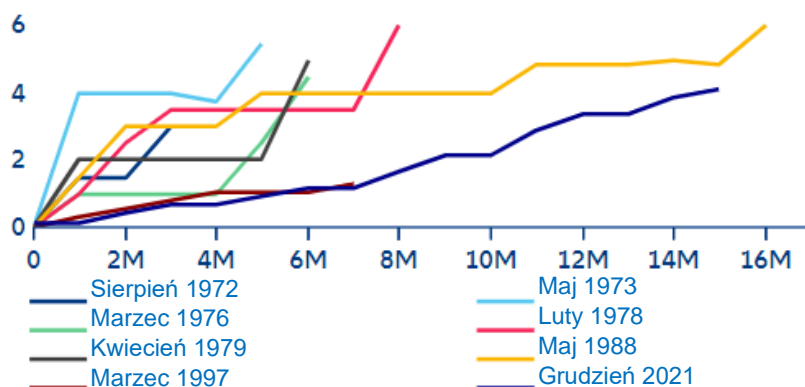
Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Aprecjacja funta może przynieść pewną ulgę dla inflacji, jednak na skutek rosnącego globalnego ryzyka finansowego i korekty na rynku mieszkaniowym Bank Anglii będzie dłużej stawiał jedynie małe kroki, przez co będzie to najdłuższy cykl podwyżek w historii. Po trzech dalszych podwyżkach o 25 pkt. bazowych do końca roku, stopa bankowa prawdopodobnie osiągnie szczytowy poziom 5%, a zmiana kierunku nastąpi dopiero

wiosną 2024 roku. Bardziej jastrzębia polityka monetarna i lepsze od oczekiwanych dane gospodarcze spowodowały w tym roku wzrost wartości funta brytyjskiego: spośród wszystkich walut G10, funt brytyjski zachowuje się najlepiej w stosunku do dolara (+5%), odbijając się od najniższego poziomu 1,07 odnotowanego podczas paniki na rynkach finansowych we wrześniu 2022 roku, do poziomu 1,26. Wspomniane umocnienie jest jak najbardziej pożądane, aby złagodzić inflację, ponieważ ze względu na zależność Wielkiej Brytanii od zagranicznych czynników produkcji, wpływ kursów walut na ceny importowe jest jednym z najwyższych w Europie (szacuje się, że około 55% cen importowych w Wielkiej Brytanii odzwierciedla zmiany kursów walut, w porównaniu z 10% w Niemczech i 5% we Francji). Udział importu jest najwyższy w przypadku towarów produkcyjnych, zwłaszcza żywności, odzieży i transportu. Ogólnie rzecz biorąc, 29% wydatków konsumpcyjnych w Wielkiej Brytanii zależy od importu.

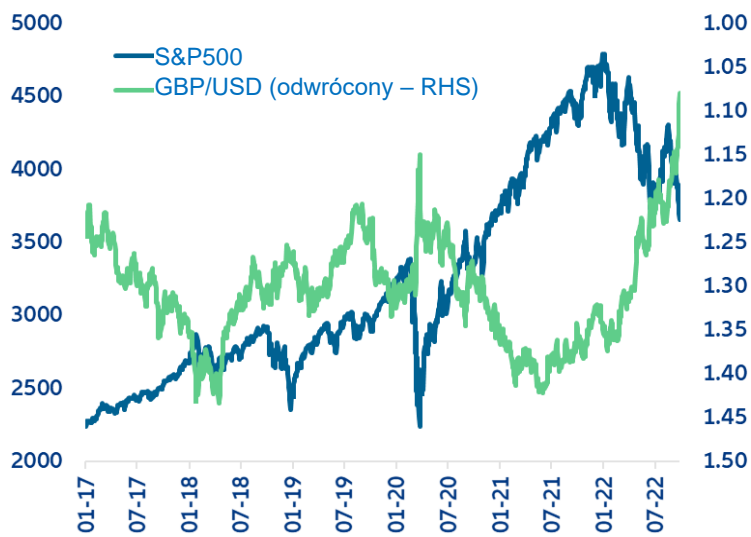
Chociaż oczekiwania dotyczące kolejnych podwyżek stóp przez Bank Anglii w dalszej części roku powinny stanowić dalsze wsparcie dla waluty, to Allianz Trade spodziewa się, że dalsze umocnienie będzie nieco ograniczone (+2-3% do 1,30 GBP/USD). Jednak groźba recesji w USA i wątpliwości co do stabilności wzrostu w Chinach, a także utrzymujące się ryzyko kolejnego kryzysu energetycznego oraz ryzyko związane ze stabilnością finansową stawiają pod znakiem zapytania globalny wzrost. Ponieważ funt wykazuje wysoką ujemną korelację z awersją do ryzyka (Wykres 11), nie można wykluczyć korekty w dół w przypadku pogorszenia się czynników zewnętrznych. Utwierdza nas to w przekonaniu, że Bank Anglii będzie miał niewiele miejsca na znaczne obniżenie stóp w przyszłym roku. Ogólnie rzecz biorąc Allianz Trade nie oczekuje, że Bank Anglii obniży stopy procentowe o więcej niż 100 pkt. bazowych, ponieważ korekta na rynku mieszkaniowym w Wielkiej Brytanii będzie bardziej umiarkowana niż w USA (około -10% do końca 2024). Oznaczałoby to, że w 2024 roku stopy pozostaną na poziomie około 4%, znacznie powyżej stopy neutralnej szacowanej na 1,25%-2,5%.

Wykres 10: Cykle podwyżek wprowadzanych przez Bank Anglii, skumulowany wzrost głównych stóp procentowych a liczba miesięcy od rozpoczęcia podwyżek



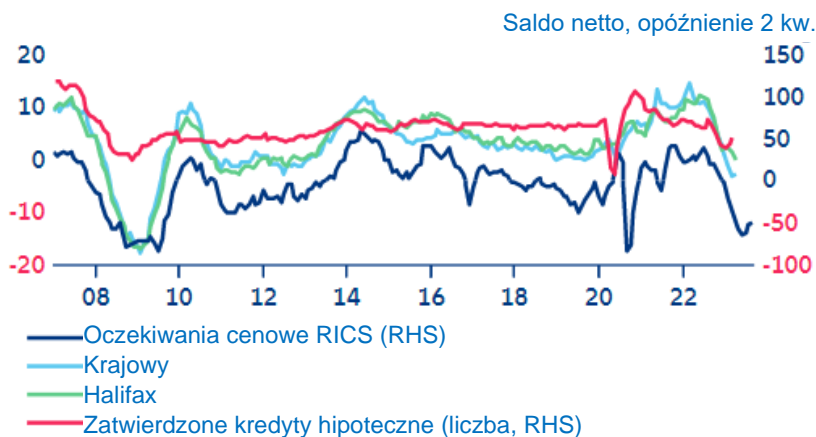
Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 11: USD/GBP a S&P500



Źródła: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Wykres 12: Wskaźniki rynku mieszkaniowego



Źródła: Refinitiv, Dział 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.