

Allianz Research | 20 grudnia 2023 r.

Patrząc wstecz, patrząc w przyszłość – czy spokojnie już było?

Przeszłość spełniła oczekiwania – bez wstrząsów w końcu 2023r.; oczekiwać można ich w przyszłości – w ciągu najbliższych kilku miesięcy głosować będą obywatele gospodarek generujących 60% światowego PKB

Ludovic Subran
Główny ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Ano Kuhanathan
Kierownik działu badań korporacyjnych
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Jasmin Gröschl
Starszy ekonomista na Europę
jasmin.groeschl@allianz.com

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

Roberta Fortes
Starszy ekonomista dla Ibero-Latam
roberta.fortes@allianz-trade.com

Luca Moneta
Starszy ekonomista
luca.moneta@allianz-trade.com

Manfred Stamer
Starszy ekonomista na Europę
Wschodzącą
manfred.stamer@allianz-trade.com

Streszczenie

- **Wstecz – oczekiwania Allianz Trade sprawdzają się:** w IV kwartale dynamika wzrostu osłabła, ale pozostała odporna, dezinflacja trwa, a stopy procentowe osiągnęły plateau (a na niektórych rynkach wschodzących, w tym Polsce ich szczyt mamy już za sobą). Skąd spadki stóp procentowych w Polsce, ale też np. na Węgrzech, czy w Chile, Peru i w Brazylii? Po burzliwym 2022 r. **nierównowaga na rachunku obrotów bieżących na rynkach wschodzących zaczęła się zmniejszać** (częściowo dzięki stabilizacji rynków surowców energetycznych), **co w połączeniu z wcześniejszymi i zdecydowanymi podwyżkami dało bankom centralnym pewną przestrzeń do przeprowadzenia pierwszych obniżek stóp procentowych.** W Allianz Trade oczekujemy, że **regionalni koledzy pójdą w ich ślady w ciągu najbliższych sześciu miesięcy**
- **Niepewność związana z polityką geopolityczną i gospodarczą** będzie działać jak negatywny szok podaży w 2024 roku. Po serii wstrząsów w ostatnich latach – od pandemii po kryzys energetyczny – napięty kalendarz wyborczy w 2024 r. zwiększy niepewność gospodarczą, ponieważ kraje odpowiadające za 60% światowego PKB pójdą do urn.
- **Populizm jest na rekordowo wysokim poziomie**, a ponad 25% krajów rządzonych jest przez populistycznych przywódców. Po 15 latach PKB na mieszkańca w krajach rządzonych przez populistycznych przywódców jest średnio o 10% niższy w porównaniu z krajem rządzonym przez niepopulistyczny rząd.¹
- **Wybory, które odbywają się w spolaryzowanym kontekście, mogą prowadzić do większej niepewności gospodarczej, ale wysoka niepewność może również prowadzić do bardziej spolaryzowanych i populistycznych wyników wyborów.** Niepewność co do polityki gospodarczej jest średnio o 13% wyższa w miesiącu poprzedzającym wybory i w miesiącu wyborów krajowych w porównaniu z innymi miesiącami.²
- **Miękkie lądowanie w USA, trudna sytuacja w strefie euro:** ponieważ w 2023 r. amerykańska gospodarka przeciwstawiła się grawitacji, coraz bardziej realny jest scenariusz miękkiego lądowania w 2024 r.. PKB Stanów Zjednoczonych wzrośnie o około +2,4% w 2023 r. pomimo ostrego zacieśnienia polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa zbudowały ogólnie solidne bilanse, wydłużając strukturę zapadalności swojego zadłużenia przed zaostrzeniem polityki pieniężnej przez Fed i blokując niskie stałe

¹ Manuel Funke, Moritz Schularick i Christoph Trebesch (2023). Populistyczni przywódcy i gospodarka. American Economic Review, w druku.

² Scott Baker, Aniket Baksy, Nicholas Bloom, Steven Davis i Jonathan Rodden (2020). Elections, Political Polarization, and Economic Uncertainty, NBER Working Paper 27961.

stopy procentowe. **Koszty obsługi zadłużenia stanowią mniej niż 10% dochodów amerykańskich gospodarstw domowych na koniec 2023 r., co jest najniższym poziomem w najnowszej historii.**

- **Strefa Euro** - od czterech kwartałów zmagają się ze wzrostem bliskim zeru, a perspektywy krótkoterminowe nie zmieniają tego obrazu. W rzeczywistości widzimy niewielką techniczną recesję z powodu kolejnego ujemnego wzrostu w 4. kwartale po -0,1% kw/kw w 3. kwartale 2023 roku. Jesteśmy jednak ostrożnie optymistyczni, że **strefa euro może wyjść z tego okresu stagnacji w drugiej połowie 2024 r.**, a wzrost gospodarczy powinien przyspieszyć, gdy kilka wyzwań gospodarczych zacznie ustępować. Po pierwsze, oczekuje się, że agresywne zacieśnianie polityki pieniężnej zostanie złagodzone, co złagodzi też warunki finansowe. Po drugie, kryzys energetyczny, który stanowił istotną przeszkodę dla sektora produkcyjnego ze względu na wysokie ceny energii elektrycznej, wykazuje oznaki ulgi. Choć ceny pozostają na wysokim poziomie w porównaniu do stanu sprzed wojny na Ukrainie, wszelkie dalsze spadki cen na świecie złagodzą presję - co obserwujemy obecnie, gdy ceny ropy Brent spadły o -20 USD/bbl od września. **Co więcej, strefa euro (i szerzej – UE) boryka się z niskimi płacami realnymi, które wciąż pozostają w tyle za poziomami sprzed pandemii COVID-19, co dławi wydatki konsumpcyjne.** Tendencje te sprawiły, że strefa euro pozostaje daleko w tyle za Stanami Zjednoczonymi pod względem aktywności gospodarczej. Na szczęście istnieją wskaźniki wskazujące na zmianę sytuacji. Oczekuje się, że nominalny wzrost płac, w połączeniu z malejącą inflacją, wzmocni płace realne, potencjalnie ożywiając popyt konsumpcyjny. Wreszcie, region doświadczy prawdopodobnie ujemnej luki produktowej, co sugeruje, że bez ponownej kalibracji potencjalnego wzrostu - czego obecnie się nie oczekuje – aktywność gospodarcza prawdopodobnie odbije się mechanicznie, o ile nie wystąpią nieprzewidziane wstrząsy. To automatyczne dostosowanie obiecuje pewien stopień ożywienia, kładąc podwaliny pod wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro w średnim okresie.
- **"Nie ma wątpliwości, że rok 2023 należy do Taylor Swift",** jak ujął to Forbes. Patrząc w przyszłość, zdecydowaliśmy się przenieść Swiftonomics do 2024 roku, dlatego Taylor rządzi! Podczas gdy zidentyfikowaliśmy dziesięć kluczowych tematów, na które powinniśmy mieć oczy (i uszy) otwarte w 2024 roku, dopasowaliśmy każdy z nich do przeboju pani Swift i stworzyliśmy (karnawałową) playlistę. Zastrzeżenie: reszta też Allianz Trade to poważna sprawa. **Wesołych Świąt od Działu Badań Ekonomicznych Allianz Trade!**

Swiftonomics – dziesięć szlagierów na karnawał:

... Ready for it? (... Gotowi na to?) – Rok 2024 będzie obfitował w wydarzenia polityczne. Europejscy wyborcy wybiorą swoich przedstawicieli w UE; portugalscy, belgijscy, austriaccy, indyjscy, meksykańscy i brytyjscy wyborcy wybiorą swoich parlamentarzystów, podczas gdy USA, Meksyk, Tajwan i Rumunia również wybiorą nowych prezydentów. W obliczu rosnącego populizmu i wielu niepewnych wyborów, gospodarstwa domowe i firmy prawdopodobnie przyjmą postawę wyczekującą i odłożą kluczowe decyzje gospodarcze, od dużych zakupów po duże inwestycje.

Is it over now? (Czy to już koniec?) – Spodziewamy się miękkiego lądowania w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, z rosnącym ryzykiem przedłużającej się recesji na Starym Kontynencie w pierwszej połowie 2024 r., ponieważ dotychczas tylko 60% wzrostu kluczowych stóp procentowych zostało przeniesione na kredytobiorców w Europie (więc nadal będą to odczuwać). Prognozujemy wzrost PKB w 2024 r. na poziomie +1,4% w USA, +0,8% w strefie euro, +4,6% w Chinach i +0,6% w Wielkiej Brytanii.

Shake it off (Otrząśnij się) – Dzięki słabnącemu popytowi i pozytywnym efektom bazowym na energię i żywność, dezinflacja zyskuje na sile. Przewidujemy, że banki centralne dokonają zmian wcześniej niż przewidują prognozy gospodarcze (tj. latem 2024 r.), ale później niż oczekuje rynek, ponieważ schłodzenie rozgrzanego rynku pracy wymaga czasu. Rzeczywiście, inflacja usługowa i wzrost płac nadal napędzają presję inflacyjną, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. W Allianz Trade oczekujemy, że do końca 2024 r. stopy procentowe wyniosą 4,5% w USA, 3,5% w strefie euro i 4,5% w Wielkiej Brytanii.

You're on your own kid (Jesteś zdany na siebie) – Zabezpieczenia fiskalne w Europie ulegają rozluźnieniu, ponieważ większość krajów zobowiązała się do umiarkowanego ograniczenia deficytów fiskalnych. Niemieckiemu rządowi udało się w ostatniej chwili osiągnąć porozumienie budżetowe, ale nie spodziewamy się, by miało ono znaczący wpływ na

aktywność gospodarczą. Jednak w Stanach Zjednoczonych konsolidacja fiskalna pozostaje na razie bardziej słowem niż czynem.

Out of the woods (Wyjdź z lasu) – Światowy handel ma się nieznacznie odbić po dwóch kolejnych latach wzrostu globalnego PKB poniżej średniej. Ponieważ kraje europejskie wychodzą z recesji handlowej, a kraje azjatyckie (poza Chinami) nadal korzystają z przetasowań w globalnych łańcuchach wartości, będą one przewodzić odbiciu. Co więcej, destocking w globalnym cyklu koniunkturalnym powinien dobiec końca w 2024 r., również przyczyniając się do odbicia.

Anti-hero (Antybohater) – Na początku tego roku istniały duże nadzieje, że chińscy konsumenci ożywią globalną gospodarkę, ale nie uratowali oni dnia. Chiny wciąż zmagają się z trudną sytuacją na rynku nieruchomości, a zaufanie konsumentów pozostaje ograniczone. Aby zrównoważyć część strat na globalnych rynkach eksportowych i słaby popyt krajowy, Chiny zwiększyły i utrzymują wsparcie polityczne, jednocześnie zwiększając inwestycje za granicą w celu skonsolidowania swoich wpływów.

Everything has changed (Wszystko się zmieniło) – Większość rynków wschodzących zdołała skutecznie ograniczyć inflację, jednocześnie walcząc z wyższymi kosztami finansowania i czasami napiętą sytuacją społeczną. Zarządzanie spadkiem stóp procentowych, słabszym dolarem i niższymi deficytami przy jednoczesnym korzystaniu z friend-shoringu powinno okazać się łatwiejsze. Nie będzie to jednak spacer po parku, ponieważ błędy w polityce mogą zniweczyć wcześniejsze sukcesy. Kraje takie jak Egipt, Argentyna i Ghana będą nadal borykać się z poważnymi przeszkodami związanymi z dużymi kwotami zadłużenia, które muszą być refinansowane po wysokich kosztach.

I knew you were trouble (Wiedziałem, że masz kłopoty) – Jak dotąd spółkom udawało się z powodzeniem poruszać w środowisku wyższych rentowności. Jednak w większości krajów rośnie liczba niewypłacalności, co sugeruje dużą przepaść między MŚP, które borykają się z problemami związanymi z płynnością i rentownością, a większymi firmami, które pozostają odporne. W przyszłości rosnące stopy procentowe powinny nadal wpływać na rentowność i płynność, podczas gdy wzrost przychodów powinien słabnąć. Niektóre sektory, takie jak nieruchomości, energia odnawialna i budownictwo, znajdują się w samym środku burzy, z wysoką dźwignią finansową, amortyzującymi się aktywami i dużymi potrzebami w zakresie finansowania zarówno wydatków operacyjnych, jak i inwestycyjnych.

Bad blood (Zła krew) – W 2024 r. długoterminowe stopy procentowe prawdopodobnie nie spadną znacząco, ponieważ cięcia polityki są już wycenione, a czynnik podaży utrzyma presję wzrostową. Oczekuje się, że akcje w gospodarkach rozwiniętych przyniosą zwroty zbliżone do 5% przy zwiększonej zmienności. Spready kredytów korporacyjnych wykazały odporność, wskazując na wiarę rynku w miękkie lądowanie. Podczas gdy ogólne perspektywy są ostrożnie optymistyczne, należy uważać na potencjalne ryzyko w określonych segmentach rynku (tj. nieruchomości komercyjne, energia itp.).

Delicate (Delikatnie) – Pomimo trudnego otoczenia i pewnych pęknięć finansowych pod powierzchnią, które ujawnił krótkotrwały kryzys bankowy w Stanach Zjednoczonych, rynki lekceważąco podchodzą do rosnącej presji na płynność. W Allianz Trade oczekujemy, że spadek płynności będzie się nasilał, wywierając presję na spready korporacyjne. Ryzyko nie wydaje się jednak systemowe, ponieważ pewne bufory mają zarówno przedsiębiorstwa, jak i decydenci.

Oceny te, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanym i nieznanym ryzykiem i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, wydajność lub zdarzenia mogą się znacznie różnić od tych wyrażonych

lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać m.in. z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w zakresie podstawowej działalności Grupy Allianz i na podstawowych rynkach, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynku, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości ubezpieczonych zdarzeń szkodowych, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v)) poziomy uporczywości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakres niewykonania zobowiązań kredytowych, (vii) poziomy stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji, oraz środki reorganizacyjne,

a także (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej.

Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub bardziej wyraźne w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Firma nie zobowiązuje się do aktualizowania jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem

wszelkich informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade to znak towarowy używany do oznaczania szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.