

Allianz Research | 15 maja 2025 r.

Silny wzrost w strefie euro w I kwartale przed wprowadzeniem ceł

Ludovic Subran
Dyrektor ds. inwestycji i główny
ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Kierownik działu badań ekonomicznych
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Starszy ekonomista dla Wielkiej
Brytanii, Stanów Zjednoczonych i
Francji
maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Starszy strateg inwestycyjny &
Ekonomista strefy euro
bjoern.griesbach@allianz.com

Jasmin Groeschl
Starszy ekonomista na Europę
Jasmin.groeschl@allianz.com

Maddalena Martini
Starszy ekonomista na Europę
Południową i Beneluks
Maddalena.martini@allianz.com

W skrócie:

- Gospodarka strefy euro rozpoczęła 2025 r. z silną dynamiką wzrostu (+0,4% kw./kw.), przekraczając oczekiwania ze względu na dobre wyniki w Hiszpanii, Irlandii i Włoszech, podczas gdy reszta pozostała w tyle.
- Niemcy – umiarkowane ożywienie (+0,2% kw./kw.) napędzane wydatkami konsumenckimi i inwestycjami, w przeciwieństwie do powolnego wzrostu Francji, na który wpływ miały ograniczone wydatki konsumenckie i rządowe.
- Ogólny wzrost w strefie euro był wspierany przez rosnący eksport, zwłaszcza do USA, przed spodziewanymi podwyżkami ceł
- Ponieważ ograniczenia handlowe i recesja w USA nadal są wyzwaniem dla eksporterów, to wciąż oczekujemy, iż wzrost w strefie Euro w całym 2025r. będzie „stłumiony” i ograniczy się do +0,8% w tym roku
- Wraz z postępującym spadkiem inflacji podtrzymujemy naszą opinię, że EBC do września obniży stopę procentową poniżej poziomu neutralnego do 1,5%

Strefa euro: Solidny wzrost przed wprowadzeniem ceł

Wstępne odczyty PKB wskazują, że gospodarka strefy euro rozpoczęła 2025 r. mocnym akcentem, a wzrost przyspieszył z +0,2% kw/kw (+1,2% r/r) w IV kwartale do +0,4% kw/kw (+1,2% r/r) w I kwartale, przewyższając zarówno konsensus oczekiwań (+0,2% kw/kw), jak i nasze własne, ostrożniejsze prognozy (+0,1% kw/kw). Wstępne dane w opinii Allianz Trade należy jednak traktować ostrożnie, ponieważ opierają się one na ograniczonym zestawie danych na poziomie krajowym, które są podatne na rewizje w kolejnych odczytach.

Wśród większych gospodarek to Hiszpania ponownie błyszczy z utrzymującym się silnym wzrostem, podczas gdy kraje bardziej na północ, w szczególności Francja, Niemcy i Holandia, wciąż pozostają w tyle za swoimi potencjalnymi stopami wzrostu (wykres 1). Na tym tle wyróżnia się Irlandia, odnotowując w pierwszym kwartale wzrost o + 3,2% kw/kw (10,9% r/r), co znacznie przewyższa tempo wzrostu w innych krajach. Pomimo tego, że Irlandia stanowi zaledwie 4% gospodarki strefy euro, jej wzrost PKB odpowiadał za około 36% ogólnego wzrostu strefy euro w I kwartale. Ponieważ jednak wzrost Irlandii jest notorycznie niestabilny i podatny na silne rewizje wsteczne (w IV kwartale wstępne szacunki dla Irlandii wyniosły -1,3% kw/kw w porównaniu do +3,6% w ostatecznym odczycie), warto przyjrzeć się wzrostowi strefy euro z wyłączeniem Irlandii, który wygląda nieco mniej różowo w ciągu ostatnich trzech kwartałów (wykres 2).

Wkład strony popytowej we wzrost gospodarczy również nie jest jeszcze dostępny we wstępnym odczycie dla agregatu strefy euro, ale sądząc po innych seriach danych i krajach, które już je opublikowały, wygląda na to, że wzrost był wspierany przez inwestycje i konsumpcję, a także w znacznym stopniu przez eksport netto. Różne kraje eksportujące ubiegły amerykańskie cła i z wyprzedzeniem zwiększyły swój eksport do USA. Dane handlowe spoza UE wskazują, że **eksport do USA, największego odbiorcy eksportu UE, podskoczył o +22% r/r** do lutego 2025 r. - ostatniego dostępnego punktu danych. Pomimo tej pozytywnej niespodzianki we wzroście, nadal wskazana jest ostrożność odnośnie prognoz i spodziewamy się (zachowawczego) rocznego wzrostu PKB strefy euro w 2025 r. na poziomie +0,8%, ponieważ popyt zewnętrzny mocno ucierpi w związku z wprowadzeniem wyższych cel ze strony USA i ogólnym spowolnieniem globalnej gospodarki.

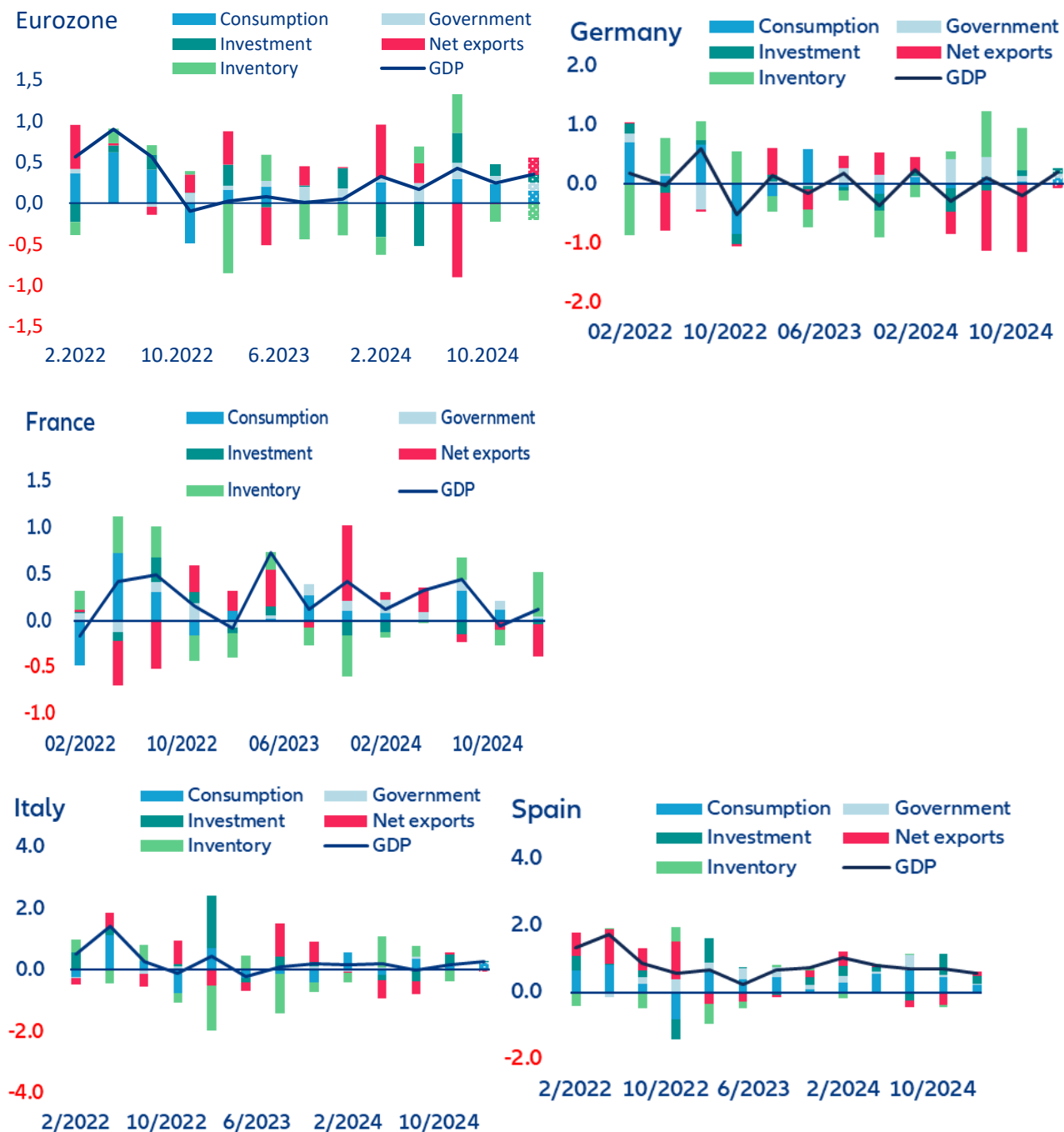
Po dwóch latach recesji niemiecka gospodarka wzrosła o 0,2% kw/kw w I kwartale 2025 r. (konsensus: +0,2%, szacunek Allianz Trade: +0,0%), napędzana przez silniejszą konsumpcję prywatną i inwestycje. Wydatki niemieckich gospodarstw domowych wzrosły dzięki solidnemu wzrostowi płac realnych i poprawie nastrojów konsumentów, podczas gdy inwestycje były napędzane oczekiwaniami na reformy pro wzrostowe pod rządami nowego rządu (wykres 1). Sektor produkcyjny pozostaje jednak w recesji, co odzwierciedlają wskaźniki PMI i badanie klimatu biznesowego IFO. Z kolei sektor usług, choć odporny, wykazał w kwietniu pierwsze oznaki słabości. W opinii Allianz Trade perspektywy na rok 2025 są kruche. Pomimo planów uwolnienia miliardów na pobudzenie wzrostu poprzez wydatki na obronę i infrastrukturę, rosnące cła mogą zniwelować znaczną część zysków. Oczekuje się, że bodźce fiskalne tylko nieznacznie przyczynią się do wzrostu (+0,1% w 2025 r.). Przewidujemy, że w 2026 r. wzrost odbije do +1,6% pod warunkiem, że zmaterializują się reformy strukturalne. Program koalicji zawiera zachęty dla niemieckich przedsiębiorstw - takie jak 30% super amortyzacja do 2027 r., niższe podatki od osób prawnych od 2028 r., zniesienie ustawy o łańcuchu dostaw i obniżenie kosztów energii elektrycznej. Jednak porozumienie koalicyjne jest kompromisem stąd brakuje w nim odważnych reform, na które wielu ekspertów gospodarczych miało nadzieję.

PKB Francji wzrósł w I kwartale 2025 r. o 0,1% kw/kw (konsensus: +0,1%, szacunki Allianz Trade: +0,1%), na co wpływ miała słaba konsumpcja towarów, produkcja budowlana i eksport. Wzrost konsumpcji gospodarstw domowych zatrzymał się na poziomie +0,0% (po +0,2%), odczuwając bieżącą politykę gospodarczą (w szczególności zmniejszenie dotacji na zakup samochodów) i niskie zaufanie konsumentów. Zmniejszone wsparcie ze strony polityki rządowej odbiło się również na spowolnieniu wzrostu wydatków instytucji publicznych (+0,1% po +0,4/0,5% w poprzednich kwartałach). Po stronie inwestycji, budownictwo odnotowało kolejny gwałtowny spadek (-0,8%), podczas gdy inwestycje w moce produkcyjne spadły (-0,5%). Spadł też eksport towarów (-1,2%), **co sugeruje, że francuscy eksporterzy nie zwiększyli wysyłek do USA w oczekiwaniu na podwyżki cel (potwierdzają to miesięczne dane handlowe pokazujące brak wzrostu do USA, choć dane za marzec nie są jeszcze dostępne).** Co ciekawe, firmy z branży chemicznej i farmaceutycznej gwałtownie zwiększyły zapasy, co może odzwierciedlać zarówno słabość popytu (krajowego i/lub zewnętrznego), jak i motywy zapobiegawcze. Ogólnie rzecz biorąc, sektor usług nadal stanowił główne wsparcie dla wzrostu francuskiego PKB w ostatnim kwartale, przy czym aktywność w zakresie usług rynkowych odnotowała kolejny solidny odczyt (+0,9%), podczas gdy konsumpcja usług dla gospodarstw domowych ponownie przyspieszyła (+0,5%). Jeśli chodzi o II kwartał 2025 r., odczyty ankiet dają niejednoznaczne sygnały, ale ogólnie wskazują na utrzymującą się słabą dynamikę. Nadal spodziewamy się wzrostu francuskiego PKB w II kwartale 2025 r. o +0,1/0,2%, zgodnie z naszymi kwietniowymi prognozami gospodarczymi.

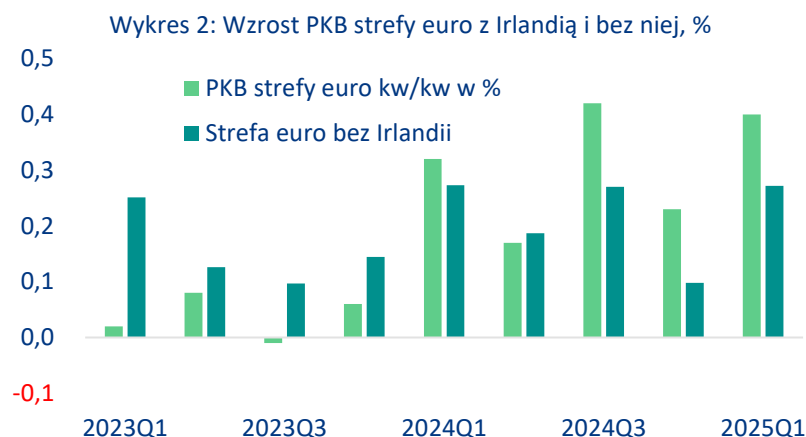
Włoska gospodarka zaskoczyła na plus, rozwijając się o +0,3% kw/kw w pierwszym kwartale roku (konsensus: +0,2%, szacunek Allianz Trade: +0,1%). Według wstępnych szacunków, popyt krajowy miał pozytywny wpływ na wzrost, podczas gdy handel netto miał negatywny wpływ na aktywność. Ponadto wzrost w IV kwartale 2024 r. został zrewidowany w górę o 0,1pp do +0,2% kw/kw, oferując pewne wsparcie dla tegorocznych perspektyw wzrostu przed wdrożeniem wyższych cel, które osłabiają zaufanie, handel i decyzje inwestycyjne. Rzeczywiście, na początku II kwartału wskaźnik ufności pogorszył się bardziej niż oczekiwano; zaufanie konsumentów i przedsiębiorstw spadło w kwietniu do najniższych poziomów odpowiednio od 18 miesięcy i od marca 2021 roku. Spadek był szeroko zakrojony we wszystkich subkomponentach i sektorach; przy czym bardziej był on widoczny w usługach niż w przemyśle, gdzie także oczekiwania dotyczące produkcji spadły. Wraz ze spadkiem intencji dotyczących zwiększania zatrudnienia spodziewamy się, że przedłużający się okres spadku stopy bezrobocia zakończy się w marcu. Oczekujemy, że PKB Włoch wzrośnie nieznacznie - o około +0,1% kw/kw - w ciągu najbliższych kilku kwartałów, a następnie nabierze tempa w związku z poprawą perspektyw handlu światowego i poprawą nastrojów.

W Hiszpanii aktywność gospodarcza spadła na początku 2025 r., choć kraj nadal odnotowywał solidny kwartalny wzrost, a PKB wzrósł o +0,6% kw / kw w I kwartale (konsensus: +0,7%, szacunek Allianz Trade: +0,3%) – mimo wszystko było to najwolniejsze tempo od siedmiu kwartałów. Konsumpcja prywatna wzrosła o +0,4%, gorzej niż silniejsza dynamika kwartalna obserwowana w 2024 roku. Inwestycje wzrosły o +1,1% kw/kw, a wspierała je solidna aktywność budowlana. Przewidując nowo nałożone cła, eksport i import towarów i usług wzrósł odpowiednio o +1,0% i +0,7% kw/kw. Pomimo niepewnych perspektyw globalnych, te dotyczące samej Hiszpanii na 2025 r. pozostają stosunkowo pozytywne. Prognoza wzrostu wynosi solidne 1,7%, a ograniczona ekspozycja kraju na Stany Zjednoczone w porównaniu z innymi krajami strefy euro zapewnia pewną izolację od bieżących turbulencji wojny handlowej. Niedawna przerwa w dostawie prądu na dużą skalę może jednak nieznacznie wpłynąć na PKB w II kwartale (kosztując około 0,05-0,1% PKB), który i tak miał spowolnić w związku z rosnącymi globalnymi napięciami handlowymi.

Wykres 1: Wkłady w PKB (wkłady EZ, DE, IT za I kwartał są szacunkami Allianz Research) w %



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research.



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

W międzyczasie inflacja w strefie euro pozostała stabilna w kwietniu w porównaniu z marcem, podczas gdy przeciwności związane z wojną handlową prawdopodobnie zepchną ją jeszcze bardziej w dół i poniżej celu EBC wynoszącego 2% w ciągu 2025 roku.

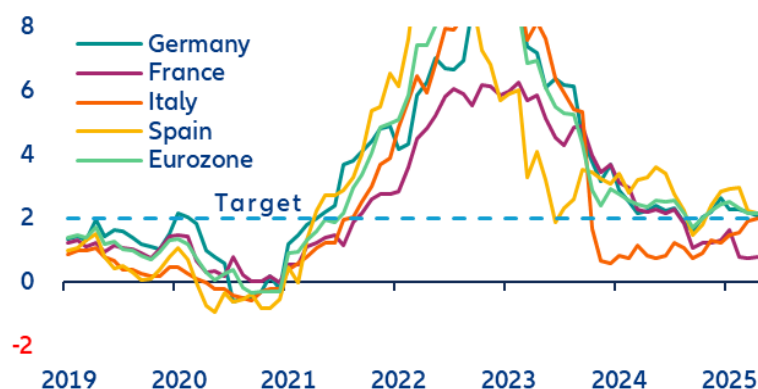
W Niemczech inflacja spadła w kwietniu o -0,1 punktu procentowego do +2,1%, głównie z powodu spadku cen towarów (+0,5% w kwietniu po +1,0% w marcu), energii (-5,4% po -2,8) i cen żywności (+2,8% po +3,0%). Z kolei inflacja w sektorze usług ponownie wzrosła do +3,9% z +3,5% w marcu.

We Francji inflacja ustabilizowała się na poziomie +0,8% r/r w kwietniu. Inflacja cen żywności gwałtownie przyspieszyła (+1,2% po +0,6%), ale zostało to zniwelowane przez pogłębienie deflacji cen energii (-7,9% po -6,6%). Inflacja cen towarów i usług ustabilizowała się na poziomie odpowiednio -0,2% i +2,3%, potwierdzając brak podstawowej presji inflacyjnej we Francji.

We Włoszech wzrost cen nieznacznie wzrósł do 2,0% r/r w kwietniu z 1,9% w marcu (+0,2% m/m), napędzany wyższymi regulowanymi cenami energii i transportu. Te ostatnie spowodowały głównie wzrost inflacji w usługach do poziomu 3,0% z 2,5% r/r w marcu. Inflacja bazowa wzrosła z 1,7% r/r do 2,1%.

Inflacja bazowa w Hiszpanii spadła w kwietniu do 2,2% r/r z 2,3% w marcu (+0,6% m/m), głównie za sprawą spadających cen gazu i energii elektrycznej. Tymczasem presja bazowa ponownie przyspieszyła i wzrosła do 2,4% r/r z 2,0% w marcu. W obu krajach Europy Południowej czas świąt wielkanocnych mógł odegrać rolę w tymczasowym wzmocnieniu inflacji cen usług.

Wykres 3: Inflacja w gospodarkach strefy euro, %r/r



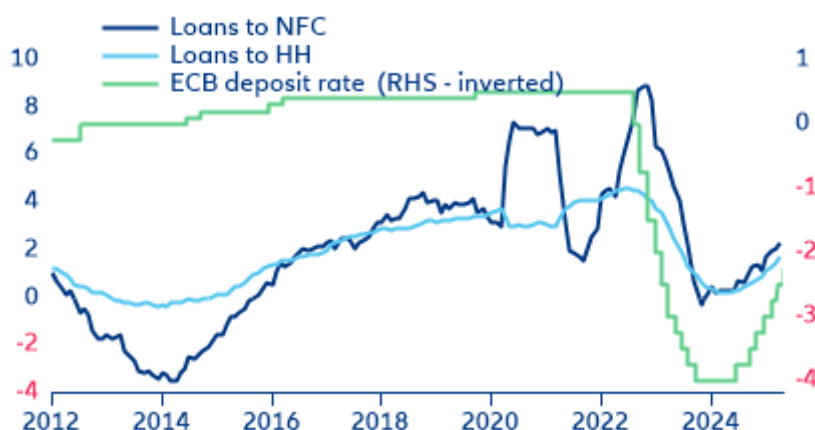
Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

Uwagi: Skala jest obcięta dla lepszej czytelności.

Inflacja zasadnicza w strefie euro utrzymała się w kwietniu na stałym poziomie 2,2%, bez zmian w porównaniu z marcem. Jednak podstawowe komponenty ujawniają presję wzrostową, szczególnie z sektora usług, gdzie inflacja wzrosła do 3,9%, z 3,5% w poprzednim miesiącu, głównie z powodu efektów czasowych Wielkanocy. Inflacja cen żywności również nieznacznie wzrosła do 3,0%, w porównaniu do 2,9% w marcu. Z kolei inflacja cen towarów pozostała stabilna na poziomie 0,6%, podczas gdy ceny energii nadal spadały bardziej gwałtownie, spadając o -3,5% w porównaniu do spadku o -1,0% w marcu. Czynniki hamujące, związane z wojną handlową w USA prawdopodobnie zepchną inflację poniżej celu EBC wynoszącego 2% w całym 2025 r., ponieważ importowana deflacja spowodowana nadwyżką mocy produkcyjnych w Chinach, niższe ceny energii i silniejsze euro powinny jeszcze bardziej zmniejszyć presję cenową.

Dane o akcji kredytowej, opublikowane w ubiegłym tygodniu potwierdziły trendy przewidywać w niedawnej ankiecie EBC na temat kredytów bankowych, przy czym żaden z zestawów danych nie odzwierciedlał obaw związanych z ogłoszonymi później wyższymi taryfami. Akcja kredytowa dla sektora prywatnego w strefie euro wzrosła umiarkowanie w marcu, a wzrost kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw wzrósł o 0,2 punktu procentowego w porównaniu z lutym, osiągając odpowiednio 1,7% i 2,3% r/r (wykres 4). Ankieta EBC wykazała, że silniejszy popyt na kredyty mieszkaniowe był przede wszystkim skorelowany ze spadającymi stopami procentowymi, poprawiającymi się perspektywami rynkowymi i zaufaniem konsumentów. Z drugiej strony, niektóre banki wskazywały już na rosnącą niepewność gospodarczą i geopolityczną jako czynnik wpływający na popyt na kredyty korporacyjne, zwłaszcza na długoterminowe plany inwestycyjne. Ponieważ nastroje gospodarcze nadal słabną po ogłoszeniu taryf celnych na początku kwietnia - co znajduje odzwierciedlenie we wskaźniku nastrojów gospodarczych Komisji Europejskiej, który spadł do 93,6 w kwietniu z 95,0 w marcu - **spodziewamy się wyhamowania tempa ożywienia akcji kredytowej w strefie euro, nawet jeśli EBC zacznie obniżać stopy procentowe.**

Wykres 4: Wzrost kredytów w strefie euro, % r/r



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

W tym kontekście **spodziewamy się dalszego luzowania polityki pieniężnej przez EBC.** Biorąc pod uwagę utrudnienia dla wzrostu gospodarczego i presję na obniżenie inflacji, wynikające głównie z globalnych tarć handlowych i oczekiwanego spowolnienia gospodarki amerykańskiej, nadal oczekujemy, że EBC obniży swoją docelową stopę procentową do 1,5% do września 2025 roku. Byłoby to poniżej samowarńczego neutralnego poziomu 1,75-2,25%, a zatem byłoby nieco akomodacyjne dla gospodarki.

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzędowski

+ 48 509 433 874

artur.niewrzedowski@multian.pl

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 znacząco różnić się 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 strat, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) w szczególności w sektorze bankowym, zakres niespłaconych kredytów, (vi) poziomy stóp procentowych, (vii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany w przepisach prawa i regulacjach, w tym regulacjach podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji i środki reorganizacyjne, oraz (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

Spółka 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.
