

Allianz Research | 24 stycznia 2025 r.

Podręcznik Trumponomiki

Deportacje osłabić mogą jedno ze źródeł siły amerykańskiej gospodarki w ostatnich latach – konkurencyjny rynek pracy bez niedoborów pracowników.

Sukces Trumponomiki będzie zależał głównie od zdolności administracji do znacznego zmniejszenia deficytu publicznego – niska inflacja i koszt pieniądza pobudzić mogą reindustrializację, inwestycje i popyt, czemu sprzyjać ma także tania energia.

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

Maxime Darmet
Starszy ekonomista
maxime.darmet@allianz-trade.com

Guillaume Déjean
Doradca sektorowy
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Björn
Starszy strateg inwestycyjny
bjorn.griesbach@allianz.com

Françoise Huang
Starszy ekonomista
francoise.huang@allianz-trade.com

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

W skrócie:

- Prezydent Trump podpisał szereg rozporządzeń wykonawczych w swoim pierwszym dniu jako nowy prezydent USA, w tym wycofanie się z porozumień paryskich i WHO.
- **Deportacje mogą wpłynąć negatywnie na wzrost PKB USA:** na pierwszym miejscu działań znalazła się jednak walka z nieautoryzowaną i legalną imigracją. W Allianz Trade spodziewamy się, że liczba deportacji osiągnie 500 000 osób rocznie, co może zahamować wzrost populacji USA, spychając potencjalny wzrost gospodarczy poniżej +2% do 2026 roku.
- Prezydent prawdopodobnie 1 lutego ogłosi podwyżki ceł wobec Chin i potencjalnie UE, Meksyku i Kanady. Podpisano również akty wykonawcze mające na celu zwiększenie produkcji ropy i gazu oraz zlikwidowanie przyjaznej dla środowiska polityki, zwłaszcza w odniesieniu do pojazdów elektrycznych.
- Ogólnie rzecz biorąc, niektóre polityki mogą być ze sobą niespójne, na przykład utrzymanie wysokiego wzrostu przy jednoczesnym zmniejszeniu inflacji.
- Ostatecznie **sukces Trumponomiki będzie zależał głównie od zdolności administracji do znacznego zmniejszenia deficytu publicznego, co doprowadziłoby do niższej inflacji i niższych stóp procentowych.**
- Spodziewane spowolnienie tempa obniżania stóp procentowych: posiedzenie Fed odbędzie się 29 stycznia i w obliczu utrzymującej się bazowej presji inflacyjnej spodziewamy się przerwy w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej (docelowa stopa Fed Funds w przedziale 4,25-4,5%), po trzech kolejnych obniżkach stóp pod koniec 2024 r. Przy polityce, która prawdopodobnie utrzyma inflację powyżej celu, i przy presji politycznej na Fed, aby sprzyjał wzrostowi, nadal widzimy niewielkie pole do dalszych obniżek (stóp) w tym roku. Nadal w Allianz Trade spodziewamy się więc tylko jednej, ostatniej obniżki stóp w USA o 25 pb w marcu, co utrzyma stopę Fed Funds w przedziale 4-4,25% przez resztę roku.

Podręcznik gry Trumponomii

Głównym priorytetem nowej administracji prezydenta Trumpa jest rozprawienie się z imigracją (nieautoryzowaną jak i legalną). W Allianz Trade spodziewamy się, że liczba deportacji osiągnie 500 000 osób rocznie, co może zahamować wzrost populacji USA (do 0,2%), spychając potencjalny wzrost gospodarki poniżej +2%. Prezydent Trump podpisał szereg rozporządzeń wykonawczych w pierwszym dniu urzędowania jako nowy prezydent USA, w tym wycofanie się z porozumień paryskich i WHO.

Na szczycie agendy prezydenta znalazło się jednak szybkie rozprawienie się zarówno z nieautoryzowaną, jak i legalną imigracją, czego dotyczyło około 10 aktów wykonawczych, w tym: ogłoszenie stanu wyjątkowego na granicy; dalsze ograniczenie wniosków o azyl na granicy; wymóg, aby osoby ubiegające się o azyl pozostały w Meksyku podczas rozpatrywania ich wniosków; zniesienie prawa do obywatelstwa z tytułu miejsca urodzenia; wznowieniem budowy muru granicznego i wysłanie wojsk na granicę. W perspektywie krótkoterminowej napływ imigrantów na granicę prawdopodobnie gwałtownie spadnie, choć **już wcześniej znacznie się zmniejszył po podpisaniu zarządzenia wykonawczego przez byłego prezydenta Bidena w czerwcu 2024 roku.**

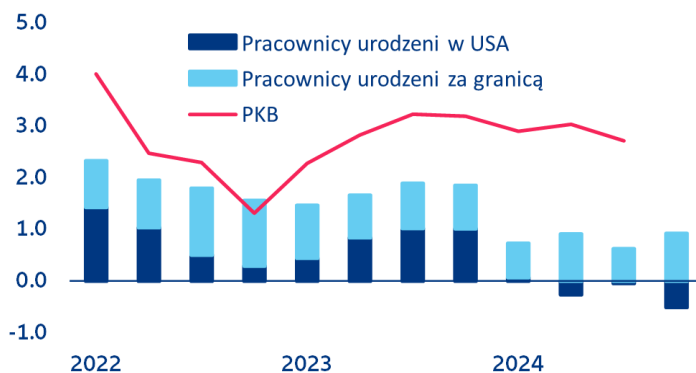
Jednak deportacje nieudokumentowanych imigrantów z innych części Stanów Zjednoczonych ("deportacje wewnętrzne") od 2021 r. były mniejsze niż 50 000 osób rocznie, w porównaniu z rekordami obserwowanymi za prezydentury Obamy (250 000 osób rocznie). Pod rządami nowej administracji Trumpa spodziewamy się gwałtownego wzrostu liczby deportacji wewnętrznych do 500 000 osób rocznie. Cel 1 miliona deportacji, o którym mówiło kilku członków administracji Trumpa, wydaje się bardzo trudny do osiągnięcia, biorąc pod uwagę przeszkody logistyczne i administracyjne. Jeśli administracja Trumpa będzie kontynuować zaostrzoną politykę legalnej imigracji w nadchodzących miesiącach, wzrost liczby ludności USA może spowolnić z 3,4 mln w ubiegłym roku do 1,5 mln w tym roku i blisko 0,5 mln do 2027 r. (Tabela 1). Miałoby to **znaczący wpływ na wzrost siły roboczej, który w ostatnich latach był napędzany niemal wyłącznie przez osoby urodzone za granicą, podczas gdy wzrost liczby osób urodzonych w USA utknął w martwym punkcie** (wykres 1). **Wzrost siły roboczej obok wzrostu wydajności jest jednym z dwóch kluczowych czynników wzrostu PKB.** W tym kontekście, przy znacznie bardziej restrykcyjnej polityce imigracyjnej, potencjalny wzrost w USA prawdopodobnie spadnie poniżej +2% do 2026 roku.

Tabela 1: Prognozy wzrostu populacji USA pod rządami prezydenta Trumpa

Q4/Q4, miliony	2023	2024	2025	2026	2027
Legalna imigracja	0.9	0.9	0.7	0.5	0.5
Nieautoryzowane przeprowadzki wewnętrzne netto	2.5	2.0	0.5	0.1	0.0
Przeprowadzki wewnątrz	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5
Urodzeni za granicą netto	3.4	2.8	0.9	0.2	0.0
Naturalna zmiana	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Całkowita zmiana netto	4.0	3.4	1.5	0.8	0.6
Netto (% r/r)	1.2	1.0	0.4	0.2	0.2
Jeśli liczba przeprowadzek wewnętrznych wzrośnie do miliona:					
Urodzeni za granicą netto	3.4	2.8	0.9	-0.4	-0.5
Całkowita zmiana netto	4.0	3.4	1.5	0.2	0.1
Netto (% r/r)	1.2	1.0	0.4	0.1	0.0

Źródła: Capital Economics, BLS, DHS, Allianz Research

Wykres 1: Wzrost PKB i siły roboczej w USA (% rok do roku)



Źródła: LSGE Workspace, Allianz Research

W odniesieniu do polityki handlowej – prezydent prawdopodobnie do 1 lutego ogłosi podwyżki ceł wobec Chin i potencjalnie UE, Meksyku i Kanady, przy czym zakres towarów, które zostaną objęte cłami jest niepewny. Biały Dom opublikował memorandum, które nakazuje Sekretarzowi Handlu zbadanie "dużych i utrzymujących się deficytów

handlowych USA w zakresie wymiany towarowej", a także "zarekomendowanie odpowiednich środków, takich jak globalne cła uzupełniające". Prezydent Trump stwierdził, iż jego administracja do 1 lutego rozważy wprowadzenie 10% ceł na chińskie produkty. Jeśli chodzi o UE, prezydent Trump podkreślał istnienie nierównowagi handlowej w sektorze motoryzacyjnym, więc towary te prawdopodobnie zostaną objęte wyższymi cłami. Jeśli chodzi o Meksyk i Kanadę, prezydent Trump nadal grozi nałożeniem 25% ceł, ale jego groźby mogą zostać złagodzone w obliczu perspektywy szkodliwych zakłóceń w łańcuchu dostaw w Ameryce Północnej. Utworzenie Zewnętrznej Służby Skarbowej (ERS) w celu zbierania wpływów z ceł świadczy o tym, że administracja Trumpa zamierza czerpać stałe przychody z tych źródeł.

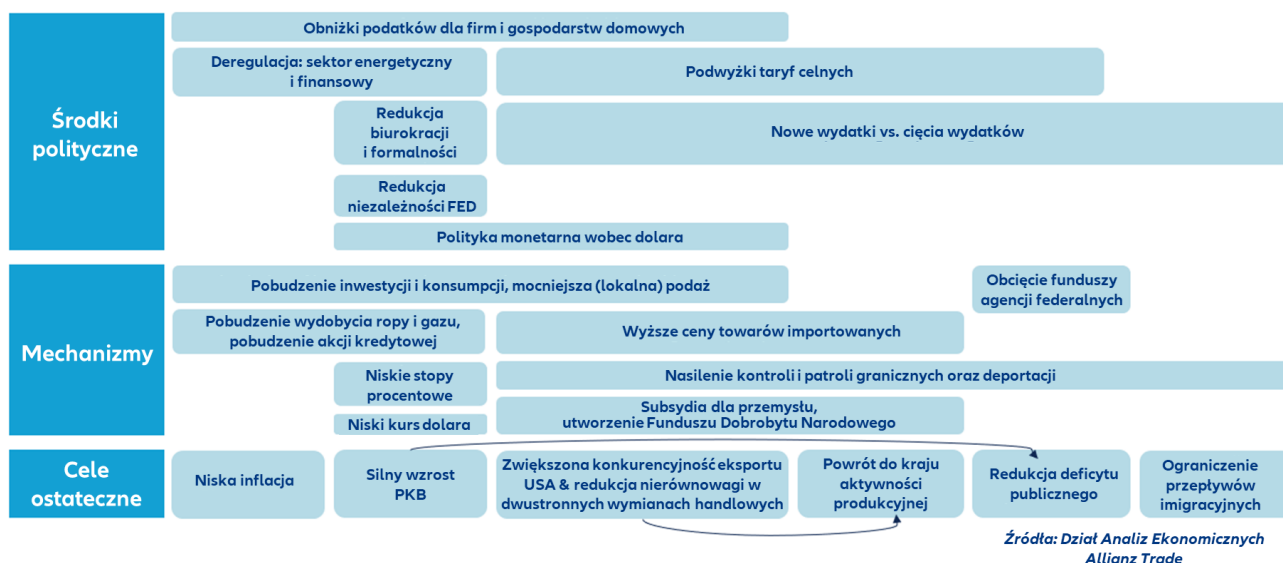
Jeśli chodzi o deregulację i politykę energetyczną, prezydent Trump potwierdził swoje zobowiązania: zwiększenie produkcji ropy i gazu oraz zniesienie polityki przyjaznej dla środowiska. Program deregulacji będzie również korzystny dla sztucznej inteligencji. Prezydent Trump ogłosił krajowy stan wyjątkowy w energetyce, aby wesprzeć produkcję ropy i gazu. Umożliwia to łatwiejszy dostęp do zezwoleń na odwierty i cofnięcie kilku zakazów wierceń. Potwierdził również zamiar zlikwidowania przyjaznej dla środowiska polityki wdrożonej przez poprzedni rząd Bidena, w szczególności w odniesieniu do rozwoju przemysłu pojazdów elektrycznych (EV) na terenie USA oraz zawieszenie wydawania pozwoleń na budowę elektrowni wiatrowych na gruntach federalnych. Na razie prezydent Trump zakończył alokację funduszy federalnych na stacje ładowania pojazdów elektrycznych, które poprzednia administracja zamierzała podwoić do 2030 r. (500 000 w porównaniu do 203 000 obecnie). Inne kluczowe polityki wdrożone przez Bidena, takie jak polityka zachęt do zakupu i/lub leasingu nowych pojazdów elektrycznych (do 7500 USD dotacji), ale także federalne przepisy egzekwowane w celu ograniczenia emisji dwutlenku węgla (Agencja Ochrony Środowiska uchwaliła zasadę ograniczenia emisji z rur wydechowych; Kalifornia uchwaliła własny cel w tym względzie, tak aby nowe rejestracje były w 100% neutralne pod względem emisji dwutlenku węgla już w 2035 r.) również mogą zostać „zezłomowane”. Z zaledwie 8% udziałem w rynku w 2024 r. (nieznaczny wzrost z 7,9% w 2023 r.), amerykański segment pojazdów elektrycznych jest stosunkowo słabo rozwinięty i pozostaje w tyle za Europą i Chinami. Prezydent Trump odwołał również zarządzenie wykonawcze "Bezpieczny, pewny i godny zaufania rozwój i wykorzystanie sztucznej inteligencji", które zostało wprowadzone przez administrację Bidena, i zaprezentował inicjatywę skoncentrowaną na sztucznej inteligencji o nazwie "Stargate", w którą zaangażowanych będzie kilka firm technologicznych. Spółka joint venture zainwestuje początkowo 100 mld USD kapitału prywatnego (i do 500 mld USD w ciągu najbliższych czterech lat) w celu sfinansowania infrastruktury sztucznej inteligencji. Projekt ma na celu wsparcie "reindustrializacji Stanów Zjednoczonych", wygenerowanie 100 000 miejsc pracy, a także zapewnienie strategicznych zdolności do "ochrony bezpieczeństwa narodowego Ameryki i jej sojuszników". Jest to głównie wielkie oświadczenie o wcześniej istniejących planach, ale podkreśla rosnącą koncentrację polityki na sztucznej inteligencji.

Nowa administracja ma ambitne cele, aby pobudzić wzrost PKB, jednocześnie osuwając nadmierną inflację, ale niektóre polityki mogą być ze sobą niespójne. Obniżki podatków mają na celu stymulowanie inwestycji i konsumpcji, co z kolei będzie wspierać wzrost PKB. Jednocześnie podwyżki ceł przyniosą nowe wpływy z ceł, co pomoże sfinansować nowe dotacje dla przemysłu i wesprze konkurencyjność amerykańskiego eksportu oraz re-shoring. Polityka odnośnie kursu dolara, przedstawiona przez kilku doradców Trumpa, a także wiceprezydenta Vance'a podczas kampanii wyborczej, może służyć temu samemu celowi poprzez osłabienie dolara w stosunku do walut obcych. Wreszcie, niższe ceny energii stymulowane deregulacją sektora energetycznego, a także pobudzenie strony popytowej gospodarki poprzez obniżki podatków (zwiększona popyt pracy i inwestycje) mają na celu obniżenie inflacji. Jednak kilka celów politycznych może stać się ze sobą niespójnych. Na przykład presja na obniżenie stóp procentowych przez Fed może ponownie wywołać presję inflacyjną. Drastyczne ograniczenie napływu imigrantów będzie miało wpływ na wzrost potencjalnego PKB Stanów Zjednoczonych, jak przedstawiliśmy powyżej. **Cięcia podatków mogą bardziej pobudzić stronę popytową gospodarki (zagregowane wydatki) niż stronę podażową, ponownie zwiększając inflację.**

Redukcja deficytu publicznego również wydaje się trudna do osiągnięcia przy braku znacznych oszczędności, nawet jeśli wzrost gospodarczy USA ustabilizuje się na wysokim poziomie +3% rocznie, czego można się spodziewać wg. naszych wyliczeń. Administracja Trumpa prawdopodobnie znacząco nie zmniejszy deficytu bez drastycznego ograniczenia wydatków socjalnych (i/lub zwiększenia opodatkowania). Ograniczenie wydatków agencji federalnych nie wystarczy, by zrównoważyć budżet. Ponadto wpływy z ceł zapewne nie wystarczą do wypełnienia dziury budżetowej: jeśli wszystkie dodatkowe cła zostałyby przeznaczone na redukcję deficytu, to **redukcja deficytu o 1% (290 mld USD) wymagałaby podniesienia efektywnej stawki celnej w USA z obecnych 2,7% do 13%**. W tym scenariuszu bardzo negatywnie

wpłynęłyby to na wzrost PKB w USA negatywny – łącznie z zakłóceniami łańcucha dostaw na granicach z Kanadą i Meksykiem, co podważyłoby cele silnego wzrostu PKB i ograniczenia inflacji.

Wykres 2: Podręcznik Trumponomiki



Źródło: Allianz Research. Uwaga: Dolny wiersz podsumowuje cele polityczne administracji Trumpa, podczas gdy górny wiersz środki polityczne, które można wykorzystać, a środkowy wiersz mechanizmy, za pomocą których realizowane są cele polityczne.

Podsumowując, sukces Trumponomics będzie w dużej mierze zależał od zdolności administracji Trumpa do znacznego zmniejszenia deficytu publicznego. Znaczna, trwała redukcja deficytu publicznego prawdopodobnie doprowadzi do niższej inflacji i niższych stóp procentowych. Dolar może również ulec deprecjacji dzięki niższym stopom procentowym, co pomoże wesprzeć konkurencyjność amerykańskiego eksportu. Tymczasem redukcja deficytu publicznego (a także słabszy dolar) prawdopodobnie zmniejszy deficyt handlowy USA poprzez ograniczenie popytu na import. Trzeba przyznać, że w tym scenariuszu administracja prawdopodobnie będzie musiała zrezygnować z założenia silnego wzrostu PKB - przynajmniej w perspektywie krótkoterminowej.

Posiedzenie Fed odbędzie się 29 stycznia i w Allianz Trade spodziewamy się przerwy w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w obliczu utrzymującej się bazowej presji inflacyjnej. Fed prawdopodobnie utrzyma docelową stopę Fed Funds w przedziale 4,25-4,5% po trzech kolejnych obniżkach stóp procentowych od września do grudnia 2024 roku. Od tego czasu aktywność gospodarcza w USA pozostaje silna, a rynek pracy przestał się rozluźniać. W tym kontekście postęp dezinflacji był umiarkowany lub nawet odwrócił się w przypadku niektórych wskaźników. Wskaźniki progностyczne, takie jak grudniowe badanie ISM dla sektora usług nieprodukcyjnych, wskazują na ryzyko ponownego przyspieszenia inflacji w usługach w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Tymczasem inflacja towarów pozostaje niska, co wskazuje, że amerykańscy importerzy nie sprzedają jeszcze nadchodzących podwyżek ceł. Podtrzymujemy naszą opinię, że jeśli rynek pracy nie ulegnie dalszemu złagodzeniu, inflacja bazowa prawdopodobnie nie powróci do celu Fed wynoszącego 2%. W przeszłości inflacja bazowa oscylowała wokół 2%, gdy stosunek liczby wakatów do liczby bezrobotnych ustabilizował się na poziomie 0,8, co odpowiada stopie bezrobocia wynoszącej około 5%¹. Stopa bezrobocia na poziomie 4,1 w grudniu jest nadal zbyt wysoka, aby inflacja bazowa mogła trwale powrócić do 2%. Harmonogram i zakres przyszłej polityki makroekonomicznej nowej administracji Trumpa również wpłynie na inflację, a w konsekwencji na trajektorię stóp procentowych. Na razie w Allianz Trade spodziewamy się, że polityka taryfowa i imigracyjna utrzyma inflację powyżej 2%, podczas gdy Fed prawdopodobnie stanie w obliczu presji politycznej, aby faworyzować wzrost gospodarczy zamiast rygorystycznego stanowiska wobec inflacji. W związku z tym nadal widzimy niewielkie możliwości dalszego obniżania stóp procentowych

¹ Aby wyrazić stosunek wakatów do bezrobocia w kategoriach stopy bezrobocia, wymagana jest stabilna krzywa Beveridge'a, która pasuje do danych, także tych z okresu do niedawna.

przez Fed w tym roku. Nadal w Allianz Trade spodziewamy się tylko jednej, ostatniej obniżki stóp o 25 pb w marcu, która utrzyma stopę Fed Funds w przedziale 4-4,25% przez resztę roku.

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzedowski

+ 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 oraz wiążą się ze znany i nieznany 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 między innymi z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w podstawowej działalności Grupy Allianz i na jej głównych 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) 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 ustawowych i wykonawczych, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji i środki reorganizacyjne oraz (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w 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 .

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