

Allianz Trade | 24 września 2025 r.

Kto płaci za wojnę handlową?

Jak na razie koszty ceł ponoszą głównie zagraniczni dostawcy, wkrótce w większym stopniu będą to amerykańscy konsumenci. Co istotne – jak dotychczas nie oznacza to wzrostu produkcji „made in USA”: Co prawda import Stanów Zjednoczonych z Chin spadł o -19% od początku roku, ale jednocześnie o 20% i więcej wzrósł import z Wietnamu, Indii i Tajlandii. Cła niekoniecznie zmniejszają zależność od zagranicznych źródeł, a raczej powodują ich realokację i wzrost kosztów. Co ciekawe: analiza zmian cen produktów wskazuje, że w większości przypadków ceny towarów krajowych rosły w większym stopniu niż towarów importowanych. Koszty ceł ponosili zaś eksporterzy do USA lub amerykańskie gospodarstwa domowe – uprawniony wydaje się więc wniosek, iż wyższe wpływy z ceł są ukrytym podatkiem obecnego systemu handlowego.

Ludovic Subran
Główny ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Guillaume Dejean
Starszy doradca sektorowy
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Szef działu makroekonomii i rynków
kapitałowych
bjoern.griesbach@allianz.com

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

Maria Latorre
Doradca sektorowy
maria.latorre@allianz-trade.com

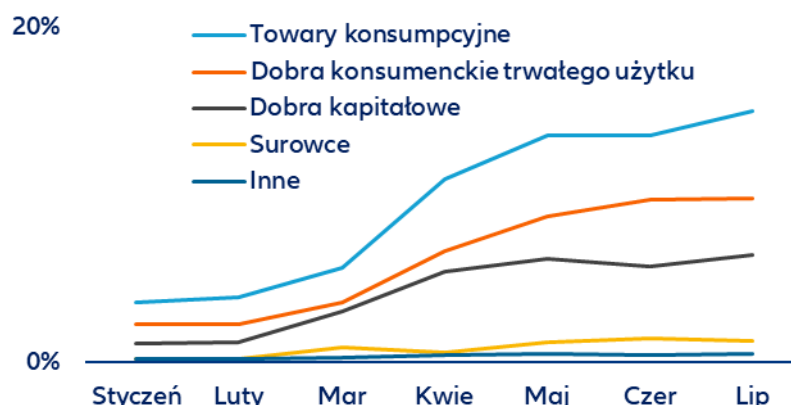
Giovanni Scarpato
Ekonomista
giovanni.scarpato@allianz.com

W skrócie:

- **Wojna handlowa (negatywnie) wpłynęła na mniej niż 25% amerykańskich produktów na rodzimym rynku (głównie w sektorze rolno-spożywczym).** W ich przypadku ceny nie były podnoszone (tak jak można było się spodziewać) m.in. ze względu na silną konkurencję krajową i wrażliwość konsumentów na ceny w tych kategoriach.
- **Handel – amerykańscy detaliści i hurtownicy utrzymali sprzedaż i marże na rozsądnym poziomie,** co oznacza, że nie korzystali oni zbytnio cłach (np. budując wcześniej zapasy, aby potem sprzedawać je w wyższych cenach).
- **Swoje marże zmniejszyli za to w pewnym stopniu zagraniczni dostawcy.** Chociaż ogólny indeks cen importowych w USA był w sierpniu 2025 r. na tym samym poziomie co rok wcześniej, to patrząc na szczegóły: w przypadku około jednej trzeciej produktów, w tym komputerów i elektroniki ceny importowe spadły, co sugeruje umiarkowany jedynie wzrost cen pozostałych produktów, zwłaszcza w przypadku towarów konsumpcyjnych pochodzących głównie z Azji.
- **Pośrednio amerykańscy konsumenci również odczuwają skutki ceł i potencjalnych oportunistycznych podwyżek cen,** gdyż jak w Allianz Trade szacujemy cła i inne czynniki krajowe przyczyniły się do wzrostu inflacji CPI o około 0,1 pp w okresie od marca do sierpnia 2025 r. W szczególności szacujemy, że konsumenci płacili dodatkowo 3,6% za towary trwałego użytku takie jak meble oraz dodatkowo 1,2%-2,3% za samochody, odzież, biżuterię i obuwie.
- **W perspektywie długoterminowej w opinii Allianz Trade presja cenowa będzie rosła,** a stałe cła na towary i kluczowe surowce utrudniają detalistom i amerykańskim producentom utrzymanie cen samochodów, elektroniki, mebli i tekstyliów w drugiej połowie 2025 r.
- **W Allianz Trade szacujemy, że w przyszłym roku wzrost sprzedaży detalicznej w USA spowolni do nieco poniżej +2%, a wolumen sprzedaży detalicznej wzrośnie jedynie o 1–3%,** ponieważ coraz większa część kosztów jest przenoszona na ceny konsumpcyjne.

Większość zwiększonych wpływów z opłat celnych dotyczy dóbr konsumpcyjnych. W wyniku podwyżek ceł amerykańskie służby celne zebrały w tym roku już 165 mld USD, w porównaniu z zaledwie 69 mld USD w tym samym okresie ubiegłego roku. Oprócz ceł do wzrostu cen towarów importowanych przyczynia się również osłabienie amerykańskiego dolara, co widać po gwałtownym wzroście ceł płaconych od importowanych dóbr konsumpcyjnych i półproduktów. **W ciągu zaledwie kilku miesięcy udział ceł w wartości importowanych towarów konsumpcyjnych wzrósł z około 4% do około 15%** (patrz wykres 1), co stanowi bezprecedensowy wzrost, który prawdopodobnie wywrze presję na gospodarstwa domowe, mimo że jak dotąd wpływ rosnących ceł na popyt był stosunkowo niewielki. Może to również pogłębić przepaść między tym, co płacą amerykańscy konsumenci i firmy, a tym, co inkasują zagraniczni dostawcy. Gdy pozwala na to siła cenowa dostawców, amerykańskie przedsiębiorstwa mogą przenosić koszty opłat bezpośrednio na nabywców, co dodatkowo zwiększa presję na budżety gospodarstw domowych..

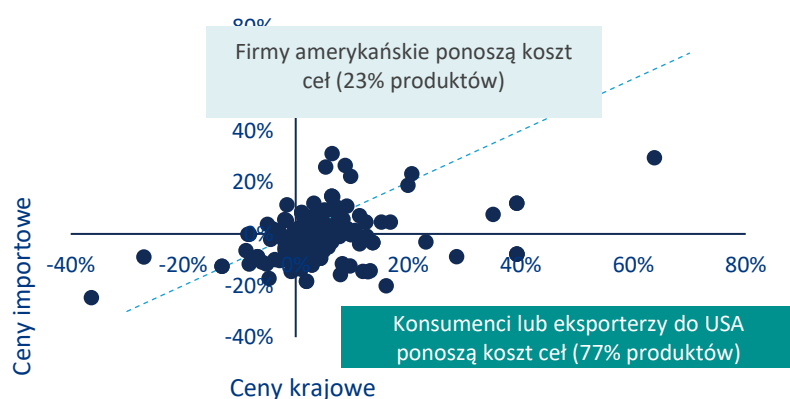
Wykres 1: Miesięczne dochody z ceł w USA jako % całkowitej wartości importu, według głównych kategorii produktów



Źródła: USITC, Allianz Research

Ceny producentów krajowych (USA) przewyższają ceny importowe w przypadku zdecydowanej większości produktów i kategorii produktów. Chociaż to zazwyczaj importerzy ponoszą koszty ceł, wyższe koszty mogą ostatecznie zostać rozłożone lub pokryte przez cały łańcuch dostaw, poprzez obniżenie cen przez eksporterów, utrzymanie cen na niezmiennym poziomie przez importerów lub zapłacenie wyższej ceny za ten sam towar przez amerykańskich konsumentów. Porównując ceny towarów importowanych i tych krajowych producentów w odniesieniu do całego asortymentu produktów importowanych przez Stany Zjednoczone, stwierdzamy, że to głównie konsumenci amerykańscy i/lub zagraniczni eksporterzy ponoszą koszty wyższych ceł (77% produktów – patrz rysunek 2), ponieważ **w większości przypadków ceny w kraju rosły w większym stopniu niż ceny importu** (jak widać w przypadku kawy, napojów, elektroniki użytkowej, odzieży, artykułów sportowych, zabawek i biżuterii) **lub nawet ceny importowe spadły** (pasza dla zwierząt, cukier, papier, przekąski, mrożonki i makaron). Amerykańscy importerzy absorbowali koszty ceł w przypadku pozostałych 23% produktów (wspomniane na wstępie produkty spożywcze takie jak płatki śniadaniowe, cukierki i ciastka, produkty mleczne), prawdopodobnie ze względu na silną konkurencję krajową i wrażliwość konsumentów na ceny.

Rysunek 2: Ceny importowe w USA a ceny producentów krajowych w sierpniu 2025 r. (w ujęciu rok do roku w %) według produktów i kategorii produktów



Źródła: BLS, Allianz Research

Dodatkowe koszty związane z cłami przyczyniły się do wzrostu inflacji konsumenckiej w Stanach Zjednoczonych o +0,1 pp w okresie od marca do sierpnia 2025 r. Wykorzystując zależności między inflacją cen importowych a cenami konsumenckimi sprzed marca 2025 r., oszacowaliśmy oczekiwaną zmianę rok do roku w każdej kategorii produktów i porównaliśmy ją z rzeczywistą zmianą do sierpnia¹. Różnica między rzeczywistym a oczekiwanym poziomem cen stanowi

¹ Dla każdej kategorii produktów (*i*) szacujemy następującą regresję: $CPI_{i,t-l} = \alpha + \beta * import_prices_{i,t-l} + \varepsilon_t$, gdzie *l* jest optymalnym opóźnieniem dla każdej kategorii produktów, w odniesieniu do pełnej historycznej próby do lutego 2025 r. Następnie obliczamy oczekiwany wskaźnik CPI dla każdego produktu *i* i porównujemy go z wartością rzeczywistą. Różnica ta wskazuje na

dodatkowe koszty poniesione przez konsumentów z powodu przeniesienia ceł i innych czynników krajowych. W przypadku mebli i produktów pokrewnych dodatkowy koszt wyniósł 3,6%, natomiast konsumenci ponieśli dodatkowe koszty w wysokości od 1,2% do 2,3% w przypadku samochodów, odzieży, biżuterii i obuwia (patrz tabela 1). Nawet w przypadku kategorii niszowych, takich jak wino, konsumenci zapłacili prawie o cały procent więcej niż sugerowałyby ceny importowe. Jednak nie we wszystkich sektorach odnotowano dodatkowe koszty. W niektórych przypadkach połączenie ostrej konkurencji i absorpcji kosztów przez importerów oznaczało, że rzeczywiste wzrosty cen były niższe od prognoz. Na przykład ceny produktów farmaceutycznych i wyrobów cukierniczych były niższe od poziomu sugerowanego przez inflację cen importowych. Wyjątki te podkreślają, że **przenoszenie ceł jest nierównomierne: tam, gdzie konsumenci mają do wyboru wiele alternatyw krajowych lub gdzie siła cenowa jest słaba, sprzedawcy mogą pokryć część lub całość ceł, aby zachować udział w rynku**. Ogólnie w Allianz Trade szacujemy, że te dodatkowe koszty (pozytywne lub negatywne) przyczyniły się do wzrostu inflacji CPI o około +0,1 pp w okresie od marca do sierpnia 2025 r.

Tabela 1: Szacunki „premii krajowej” w Stanach Zjednoczonych według kategorii produktów w okresie od marca do sierpnia 2025 r.

Produkty	Wzrost CPI wynikający z cen importowych (%)	Rzeczywisty wzrost CPI (%)	Dodatkowy koszt (%)	Wpływ na CPI (punkty bazowe)
Meble	-0,58	2,95	3,6	3,0
Odzież	-1,52	0,75	2,3	4,0
Biżuteria	4,49	6,40	1,8%	0,5
Obuwie	-0,81	0,58	1,4	1,0
Pojazdy silnikowe	-1,46	-0,25	1,2	5,5
Wina	-2,10	-1,15	1,0	0,2
Urządzenia	2,25	2,98	0,7	0,2
Alkohole wysokoprocentowe	1,84	2,23	0,4	-
Części do pojazdów silnikowych	2,66	2,75	0,1	-
Produkcja żywności	1,64	1,48	-0,2%	- 1,3
Audio, video, komputery itp.	-0,08	-0,38	-0,3%	- 0,3
Artykuły sportowe	2,56	2,22	-0,3%	- 0,1
Farmaceutyki	1,26	-0,75	-2,0%	- 3,0
			Razem	9,7

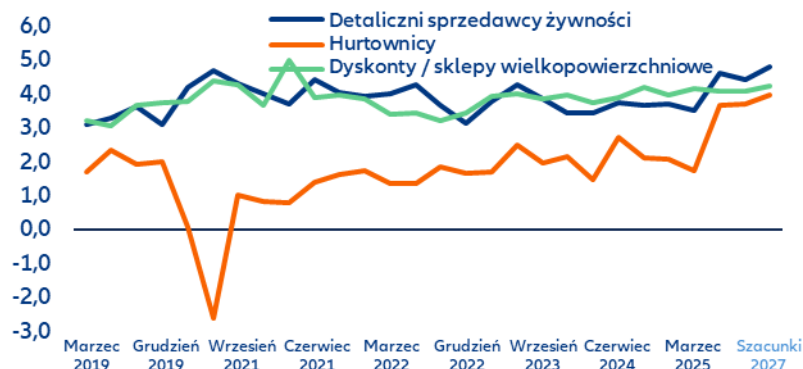
Źródła: BLS, Allianz Research

Sektor detaliczny pokazuje, w jaki sposób wyższe cła mogą wpływać na zyski przedsiębiorstw. Marże operacyjne hurtowników wzrosły do 3,7% w II kwartale 2025 r. z 1,8% w I kwartale, natomiast marże detalistów spożywczych wzrosły do 4,6% z 3,5% (patrz wykres 3). Natomiast sieci dyskontowe, takie jak Walmart i Costco, odnotowały w ostatnim kwartale niewielkie zmiany w rentowności. Sugeruje to, że firmy, które nie koncentrują się na bardzo niskich cenach – lub te, które obsługują klientów biznesowych, a nie konsumentów – były w stanie lepiej przenieść wyższe koszty na odbiorców. W

dodatkową presję cenową wynikającą z ceł i innych czynników krajowych (np. strategii cenowych przedsiębiorstw krajowych), którą nazywamy „premią krajową”.

rzeczywistości część podmiotów łańcucha dostaw liczy na to, że nowe cła spowodują wzrost kosztów, co niektórzy analitycy nazwali „Greedflation 2.0” (dosł. „chciwoinflacja 2.0”). Hurtownicy działają w mało konkurencyjnym środowisku, a nałożenie się podwójnego efektu nieelastyczności nabywców i skoncentrowanej struktury rynku pozwoli im utrzymać podwyższone marże przez dłuższy czas.

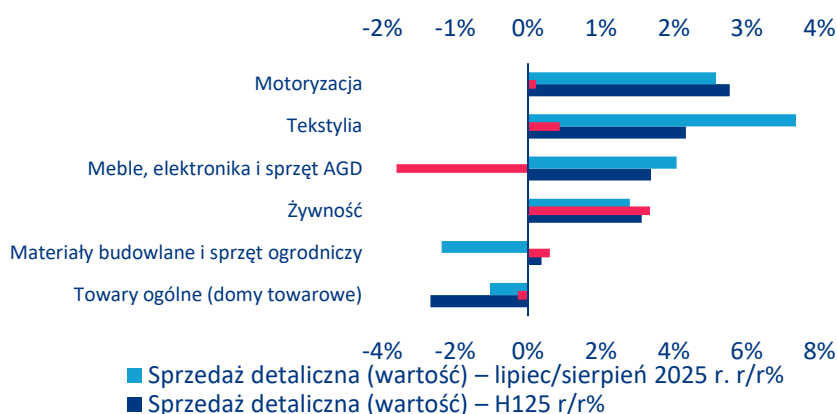
Wykres 3: Marże operacyjne (%) w ekosystemie dystrybucji towarów w Stanach Zjednoczonych



Źródło: Bloomberg (wartość mediany według kategorii), Allianz Research

Ogólna moderacja cen pozwoliła amerykańskiemu sektorowi detalicznemu odnotować solidny wzrost w pierwszej połowie 2025 r. o +2,5% od początku roku do lipca, głównie dzięki wyższym wolumenom, a nie wyższym cenom. Zwolnienia z ceł, rozsądne wykorzystanie zapasów i absorpcja kosztów przez eksporterów pomogły powstrzymać inflację. Konsumenci stali się bardziej ostrożni, co odzwierciedlało gwałtowny spadek zaufania — o około 15% poniżej szczytowego poziomu z ubiegłego roku i 25% poniżej poziomu sprzed pandemii — ale stabilne ceny sprawiły, że nadal wydawali pieniądze. Solidny rynek pracy i nadzieje na obniżkę stóp procentowych przez Fed dodatkowo wzmocniły konsumpcję, nawet pomimo tymczasowego zamrożenia ceł na 90 dni, a następnie ich gwałtownego podwyższenia na początku lata. W czerwcu zamrożenie wygasło, a presja cenowa zaczęła ponownie rosnąć, podczas gdy wolumeny sprzedaży spadły do poziomu najniższego od sześciu miesięcy. W drugiej połowie 2025 r. sektory najbardziej zależne od importowanych komponentów — motoryzacyjny, elektroniczny, meblarski i tekstylny — prawdopodobnie podniosą ceny jeszcze bardziej (patrz wykres 4). Jak dotąd wielu detalistów utrzymało marże, ograniczając koszty ogólne, opierając się na handlu elektronicznym i korzystając z wysokich wolumenów sprzedaży. Jednak **przy stałych cłach w wysokości około 19% na towary pochodzące od głównych azjatyckich partnerów handlowych ceny wielu artykułów gospodarstwa domowego nie mogą pozostać na niezmiennym poziomie w nieskończoność**. Producenci elektroniki borykają się z rosnącymi kosztami wysokowydajnych chipów i integracji w nich funkcji sztucznej inteligencji. Ich użytkownicy, którzy przecierali szlaki (AI) mogli zaakceptować wzrost cen, ale umiarkowany entuzjazm konsumentów sugeruje, że wyższe ceny spowodują jednak w perspektywie spadek popytu na nie. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku odzieży i artykułów tekstylnych: na początku 2025 r. dokonano zakupów wcześniejszych zapasów, a rabaty pozwoliły utrzymać wysokie wolumeny sprzedaży, ale nowe cła nieuchronnie wpłyną na ceny odzieży w USA. Sektor motoryzacyjny również jest podatny na zmiany: sprzedaż przyspieszyła, ponieważ nabywcy wyprzedzali podwyżki ceł, co oznacza słabszy popyt w kolejnych okresach.

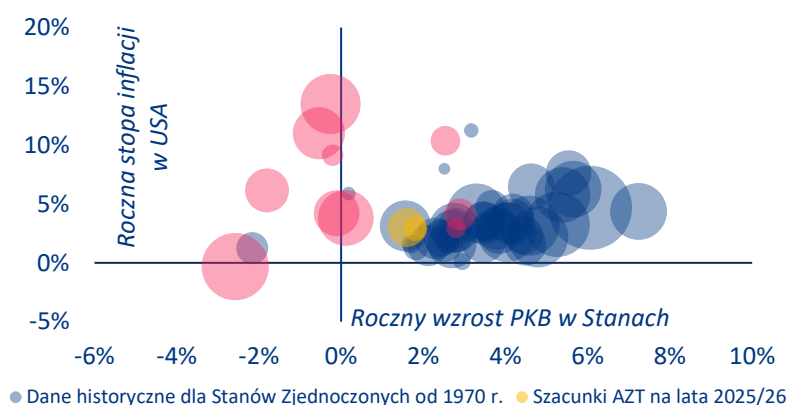
Wykres 4: Wartość sprzedaży detalicznej w USA i miernik inflacji/deflacji cen (współczynnik korygujący ceny)



Źródła: US Census Bureau, Allianz Research

Rotacja łańcuchów dostaw ostatecznie przełoży się na wyższe ceny i spowolnienie konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, co doprowadzi do wzrostu wolumenu sprzedaży detalicznej jedynie o +1% do +3% w drugiej połowie roku. Import Stanów Zjednoczonych z Chin spadł o -19% od początku roku, zmniejszając udział Chin w imporcie Stanów Zjednoczonych do około 9% z 13% rok wcześniej. Popyt na elektronikę użytkową spadł o 36,5%, import mebli spadł o 25,5%, a import odzieży spadł o 21%. Nie oznacza to jednak, że amerykańskie firmy przeniosły produkcję z powrotem do kraju. Zamiast tego zwróciły się do Wietnamu, Indii i Tajlandii w celu zakupu komputerów, telefonów, odzieży i obuwia, zwiększając wolumeny z tych krajów o 20% lub więcej. Wietnam wyprzedził Chiny jako największy dostawca obuwia, zajmując 35% rynku amerykańskiego. **Zmiany te pokazują, że cła niekoniecznie zmniejszają zależność od zagranicznych źródeł, a jedynie powodują jej realokację i wzrost kosztów.** Patrząc w przyszłość, ponieważ spodziewamy się spowolnienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych do poziomu nieco poniżej +2% w 2025 i 2026 r., wzrost cen konsumpcyjnych pozostanie umiarkowany (tj. poniżej +3% do 2026 r.), a stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych pozostaną na wysokim poziomie, w Allianz Trade prognozujemy umiarkowany wzrost wolumenu sprzedaży detalicznej – o około +1 do +3% w drugiej połowie 2025 r. i w 2026 r. (patrz wykres 5) – ponieważ wzrost płac i stabilny rynek pracy wspierają wydatki, nawet jeśli cła powodują wzrost cen. Efektywne stawki celne mają wzrosnąć, co oznacza dodatkową presję, która będzie testować zdolność detalistów do absorpcji kosztów. Łańcuchy dostaw przedsiębiorstw będą nadal ulegać dywersyfikacji w Azji, a nie w kraju, równoważąc redukcję kosztów z ryzykiem geopolitycznym. Dla konsumentów oznacza to wolniejsze tempo wzrostu cen w niektórych kategoriach i dalszy szok cenowy w innych. Premia krajowa (wspomniane wyższe wpływy z ceł) jest ukrytym podatkiem obecnego systemu handlowego.

Wykres 5: Roczny wzrost PKB w USA a stopa inflacji i roczny wzrost wolumenu handlu detalicznego (wielkość bąbelków)



Źródła: US BEA, Allianz Research. Czerwona bańka = spadek wolumenu sprzedaży detalicznej, niebieska bańka = wzrost wolumenu sprzedaży detalicznej.

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 zastrzeżeniom zawartym poniżej.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Oświadczenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą zawierać prognozy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań oraz inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na aktualnych poglądach i założeniach kierownictwa oraz wiążą się ze znanymi i nieznanymi ryzykami i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, osiągnięcia lub wydarzenia mogą znacznie różnić się od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Odchylenia takie mogą wynikać między innymi z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w podstawowej działalności i na podstawowych rynkach Grupy Allianz, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynkowej, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości zdarzeń objętych ubezpieczeniem, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) poziomów trwałości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakresu niewypłacalności kredytowej, (vii) poziomów stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, w tym kursu EUR/USD, (ix) zmian przepisów ustawowych i wykonawczych, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym związanych z nimi kwestii integracyjnych, oraz działań reorganizacyjnych, oraz (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej. Wiele z tych czynników może być bardziej prawdopodobnych lub wyraźniejszych w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie ma obowiązku aktualizowania żadnych informacji ani stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade jest znakiem towarowym używanym do oznaczenia szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.