

# Co się stanie, jeśli EBC podwyższy stopy procentowe na dłużej?

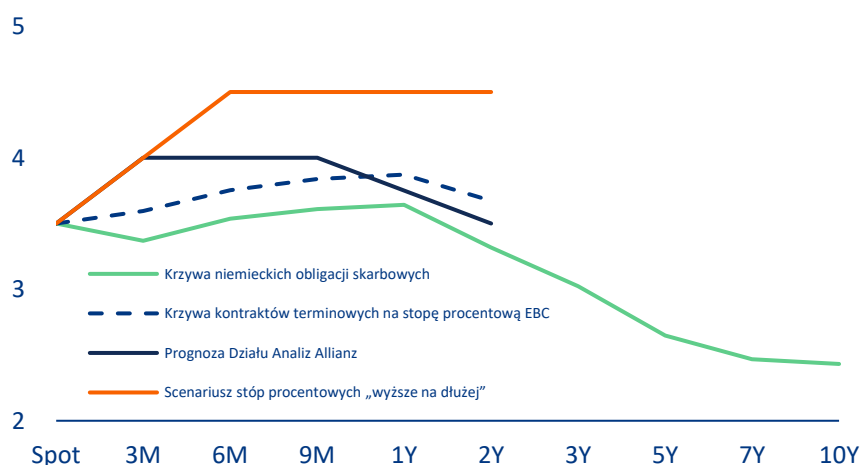
Perspektywa dłuższego okresu zacieśniania polityki pieniężnej wywarłaby presję wzrostową na oba końce krzywej rentowności obligacji skarbowych

7 lipca 2023 r.

## Co jeśli EBC zastosuje scenariusz stóp procentowych "wyższe na dłużej"?

Wyższa od oczekiwań inflacja bazowa może ułatwić EBC decyzję w kwestii utrzymania wyższych stóp procentowych przez dłuższy czas – wynika z analizy Allianz Trade. Podczas gdy inflacja zasadnicza w czerwcu była zgodna z oczekiwaniami i wyniosła 5,4% r/r (spadek z 6,1% r/r w maju), inflacja bazowa wzrosła do 5,4% r/r (wzrost z 5,3% r/r w maju). Inflacja w usługach ponownie wzrosła do 5,4% r/r (z 5,0% r/r w maju), zgodnie z oczekiwaniami i przy znacznym efekcie bazowym związanym z biletami za 9 euro w Niemczech. Inflacja towarów spadła do 5,5% r/r (z 5,8% r/r), ale mniej niż oczekiwano. W ujęciu miesięcznym zmiany cen są obecnie znacznie słabsze niż na początku 2023 r., a siły dezinflacyjne (poza usługami) nabierają tempa w miarę zmniejszania się podaży pieniądza. Jeszcze przed publikacjami ostatnich danych o inflacji podnieśliśmy nasze końcowe oczekiwania dla EBC do 4,0%, zakładając, że będzie on kontynuował podwyżki nawet po lipcowym posiedzeniu o kolejne 25 pb we wrześniu. **Ważniejszy jest jednak coraz bardziej jastrzębi ton EBC, który uwidocznił się podczas zeszlotygodniowego Forum Banków Centralnych w Sincrze.** Rozbieżność między prognozami krajowych banków centralnych (czerwiec i grudzień) a prognozami EBC (marzec i wrzesień) dotyczącymi trwałości inflacji skłania EBC do zwiększenia stopnia zależności ścieżki stóp procentowych od (tych pewnych) danych. A w opinii Allianz Trade wydaje się mało prawdopodobne, aby EBC prognozował osiągnięcie swojego średniookresowego celu stabilności wzrostu cen na poziomie 2% przed końcem 2025 r., co może wpłynąć na przesunięcie potencjalnych obniżek stóp procentowych z czerwca 2024 r. (zgodnie z naszą dotychczasową prognozą) na 2025 r.

Wykres 1: Prognozy stóp EBC i krzywej niemieckich obligacji skarbowych (w %)



Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Perspektywa dłuższego okresu zacieśniania polityki pieniężnej wywierałaby presję wzrostową na oba końce krzywej dochodowości obligacji.** Analizujemy wpływ scenariusza "wyższe za dłużej", w którym EBC podnosi stopę depozytową do 4,5% bez obniżek stóp do końca 2024 roku. Scenariusz ten znacznie odbiega od konsensusu rynkowego (+75-100 pb) i doprowadziłby do znacznej korekty rynkowej (wykres 1), w tym na długim końcu krzywej dochodowości. Obecny efekt przeniesienia zmian w oczekiwaniach dotyczących stopy procentowej z rocznym wyprzedzeniem na rentowność 10-letnich niemieckich Bundów wynosi około 70%. Oznacza to, że na każde 100 pb zmiany oczekiwań, około 70 pb jest absorbowane przez dłuższy koniec niemieckiej krzywej dochodowości. Tym samym rentowność 10-letnich Bundów wzrosłaby do 2,8% i 2,7% odpowiednio do końca 2023 i 2024 r. (z obecnego poziomu 2,4%). Ponadto oznaczałoby to odchylenie w górę o 30 pb i 50 pb od naszych prognoz bazowych odpowiednio na 2023 i 2024 r. oraz powiększyłoby lukę do stopy wartości godziwej wynoszącej odpowiednio 1,5% i 1,75% (wykres 2).

Wykres 2: Prognozy rentowności 10-letnich Bundów (%) – niemieckich obligacji skarbowych



Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Wyższe długoterminowe rentowności (obligacji skarbowych) miałyby negatywny wpływ na rynki akcji.** Przedłużające się wyższe stopy procentowe miałyby również wpływ na bardziej ryzykowne aktywa, przechylając atrakcyjność różnych aktywów na korzyść inwestycji o stałym dochodzie ze względu na coraz bardziej atrakcyjne zyski. Efekt ten ujawniłby się przede wszystkim w 2023 r., ponieważ przewidywany wzrost zysków w 2024 r. stymulowałby wyniki akcji i zmniejszyłby różnicę we względnej atrakcyjności na korzyść rynków akcji. Ilościowo, scenariusz "wyższe za dłużej" potencjalnie obniżyłby wyniki akcji o około 3 do 4% w 2023 r., w porównaniu z oczekiwanym przez nas łącznym zwrotem w wysokości 9% dla Eurostoxx (Wykres 3).

Wykres 3: Wyniki europejskiego rynku akcji (%)



Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research

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) w szczególności w sektorze bankowym, zakres niespłaconych kredytów, (vi) poziomy stóp procentowych, (vii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (viii) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (ix) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracyjne, oraz środki reorganizacyjne, a także (x) 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.

Uwaga: nazwa naszej marki i adresy e-mail zmieniły się na Allianz Trade z dniem 28 marca 2022 r.

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