

Posiedzenie Rady Prezesów EBC - niewiele wyżej, ale na dłużej?

24 lipca 2023 r.

Ludovic Subran
Główny ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

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

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

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

Andreas Jobst
Szef działu badań
makroekonomicznych i rynków
kapitałowych
andreas.jobst@allianz.com

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

Nikhil Sebastian
Analityk danych
nikhil.sebastian@allianz-trade.com

Marco Caccia
Asystent ds. badań
marco.caccia@allianz.com

EBC - niewiele wyżej, ale na dłużej!

Gospodarka strefy euro prawdopodobnie pozostanie w technicznej recesji, odnotowując kolejny kwartał ujemnego wzrostu w II kwartale, podczas gdy inflacja pozostaje niewygodnie wysoka, a zaostrzające się warunki finansowania obciążają aktywność krajową – wynika z analiz Allianz Trade. Bieżące dane ankietowe sugerują, że słaba dynamika wzrostu utrzymywała się w ostatnich miesiącach w obliczu spowolnienia produkcji, spadku wolumenu zamówień i wyjątkowo niskich inwestycji. Ostatnie dane dotyczące produkcji i zamówień z maja sugerują, że strefa euro odnotuje kolejny kwartał ujemnego wzrostu. Wskaźniki zaufania wskazują na wyraźne odwrócenie pozytywnej dynamiki danych miękkich od początku roku, co jest wspierane przez rotację do usług, które przenoszą dynamikę wzrostu. Jednocześnie wciąż stosunkowo napięty rynek pracy utrzymuje presję płacową na wysokim poziomie, ale uporczywie wysoka inflacja odbija się na realnych dochodach gospodarstw domowych, które odradzają się powoli, utrzymując konsumpcję na niskim poziomie (wykres 1). Ogólnie rzecz biorąc, zagregowany popyt ulega stagnacji, co powinno pomóc wzmocnić trend dezinflacyjny w ostatnich miesiącach.

Wykres 1: Dynamika płac w strefie euro i inflacja bazowa



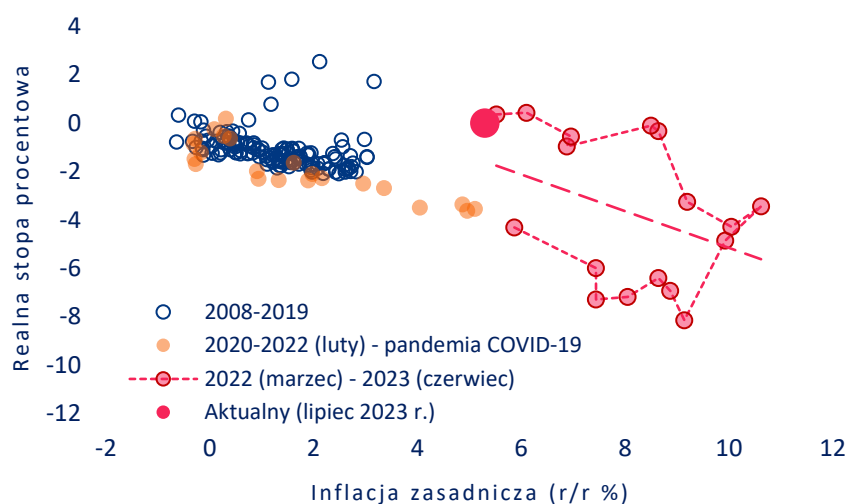
Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Uwaga: wskaźnik presji płacowej opiera się na ankietowej miarze ograniczeń produkcji w oparciu o niedobór siły roboczej i krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne.

Mimo że inflacja spowolniła, głównie ze względu na wpływ rządowych środków wsparcia, presja cenowa będzie zmniejszać się powoli w drugiej połowie tego roku. Allianz Trade oczekuje, że rządy będą coraz bardziej ograniczać wydatki, ponieważ rosnące obciążenia związane ze stopami procentowymi wymagają konsolidacji fiskalnej. Roczna inflacja nadal jest blisko trzykrotnie wyższa od celu EBC w zakresie stabilności cen, który wynosi 2%. Inflacja zasadnicza spadła do 5,5% r/r w czerwcu (6,1% r/r w maju), dzięki spadkowi cen energii i żywności (-5,6% r/r i 11,7% r/r) - pomimo wyższej inflacji w Niemczech - a inflacja bazowa wzrosła (ponownie) do 5,4% r/r (5,3% r/r w maju), ale pozostaje poniżej historycznego rekordu 5,7% r/r w marcu. Jednak inflacja energii gwałtownie spadnie w nadchodzących kwartałach (z powodu silnych dezinflacyjnych efektów bazowych) i będzie stanowił mniej niż 10% całkowitej inflacji w tym roku.

Biorąc pod uwagę obecne środowisko stagflacyjne, EBC musiałby sformułować wytyczne dotyczące ścieżki stóp procentowych, które nie spowalniałyby nadmiernie zagregowanego popytu i uwzględniałyby fakt, że wpływ zaostrzonych warunków finansowania na gospodarkę działa z jeszcze większym opóźnieniem. Wyższe stopy procentowe ograniczają inflację poprzez zacieśnienie akcji kredytowej, co w pełni wpływa na popyt (konsumpcję i inwestycje) z opóźnieniem, historycznie 12-18 miesięcy. Dotychczasowy dramatyczny spadek podaży pieniądza w strefie euro wskazuje, że ograniczenie akcji kredytowej już spowolniło konsumpcję i inwestycje, co pomoże obniżyć inflację. Istnieją jednak powody, by sądzić, że tym razem opóźnienie to jest nieco dłuższe (co skutkuje mniejszą skutecznością restrykcyjnej polityki pieniężnej w normalizowaniu inflacji): (1) ponieważ duża część inflacji była napędzana podażą (ceny energii i żywności) oraz (2) nadzwyczajne luzowanie ilościowe przed szokiem inflacyjnym wraz z luźną polityką fiskalną podczas pandemii i kryzysu energetycznego utrzymywały zarówno płynność w całym systemie, jak i nadwyżkę oszczędności na wysokim poziomie, wspierając zagregowany popyt. Istnieją również dodatkowe czynniki wyjaśniające, dlaczego odwrócenie trendu inflacyjnego przez EBC trwało tak długo:

- *Obciążenie zadłużeniem gospodarstw domowych:* wyższe oprocentowanie kredytów hipotecznych ma silny wpływ na podaż nowych domów i popyt na istniejące domy, co pozwala zachować majątek gospodarstw domowych; ponadto w ostatnich latach wiele gospodarstw domowych przeszło na kredyty hipoteczne o zmiennym oprocentowaniu.
- *Obciążenie długiem korporacyjnym:* malejące ryzyko rolowania ze względu na wydłużony profil zapadalności długu (ale koszt refinansowania znacznie wyższy w ciągu 1-2 lat)
- *Niższa kapitałochłonność nakładów inwestycyjnych:* wartości niematerialne/oprogramowanie są mniej wrażliwe na zaostrzone warunki finansowania.
- *Wsparcie fiskalne:* konsolidacja fiskalna jest średnio niewielka w tym roku (np. ujemny impuls fiskalny w wysokości zaledwie 0,5% w strefie euro).

Wykres 2: Strefa euro - stopy realne i inflacja zasadnicza



Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Uwaga: */ zdefiniowana jako stopa procentowa pomniejszona o krótkoterminowe (1 rok) oczekiwania inflacyjne.

W opinii Allianz Trade EBC utrzyma restrykcyjną ścieżkę polityki pieniężnej w oparciu o podejście oparte na trzech filarach, uzależniając przyszłe zmiany stóp procentowych od napływających danych gospodarczych i finansowych, dynamiki inflacji bazowej oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Podczas gdy inflacja spada, bazowa presja cenowa jest nadal zbyt silna, aby EBC mógł wstrzymać działania. Inflacja w usługach pozostanie na wysokim poziomie przez pozostałą część roku, a płace przyspieszą w związku z utrzymującym się silnym popytem, zwłaszcza w turystyce. Wysoka inflacja bazowa wzmocni przekonanie Rady Prezesów EBC, że dalsze podwyżki stóp procentowych są nadal potrzebne. Silna aprecjacja euro od czerwca powinna również zaważyć na perspektywach inflacji i wzrostu.

Allianz Trade podtrzymuje prognozę z czerwcowego raportu Economic Outlook, że EBC podniesie stopy o 25 pb na posiedzeniu Rady Prezesów w przyszłym tygodniu, co stało się konsensusem rynkowym w ciągu ostatnich kilku tygodni. Prognozujemy również jeszcze jedną podwyżkę o 25 pb we wrześniu, aby osiągnąć stopę końcową na poziomie 4,0%, przy czym EBC utrzyma restrykcyjne nastawienie do połowy 2024 r. i prawdopodobnie obniży stopy procentowe w 2024 r. tylko wtedy, gdy jego prognoza z grudnia tego roku (lub marca 2023 r.) wykaże, że cel inflacyjny na poziomie 2% może zostać osiągnięty w średnim okresie. Biorąc pod uwagę obecne rozbieżności między prognozami inflacyjnymi pracowników EBC i krajowych banków centralnych Eurosystemu (KBC), obawy o stabilność finansową i zdolność obsługi zadłużenia mogą upolitycznić decyzję o obniżkach stóp w drugiej połowie przyszłego roku. Wpłynie to również na to, jak szybko realne stopy procentowe faktycznie wzrosły i w jakim stopniu zacieśniają warunki finansowania bez dalszych podwyżek stóp (wykres 2).

Jak zawsze, oceny podlegają poniższemu wyłączeniu odpowiedzialności.

OŚWIADCZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych.

Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umieralności i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie jest zobowiązana do aktualizacji żadnych prognoz czy oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem informacji,