

Fed między młotem a kowadłem

31 października 2023 r.

Ludovic Subran

Główny ekonomista

ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet

Starszy ekonomista dla Stanów
Zjednoczonych i Francji

maxime.darmet@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel

Strateg inwestycyjny

pablo.espinosa-urriel@allianz.com

Björn Griesbach

Starszy strateg inwestycyjny

bioern.griesbach@allianz.com

Arne Holzhausen

Szef działu badań ESG i ubezpieczeń

arne.holzhausen@allianz.com

Maddalena Martini

Starszy ekonomista Włochy, Grecja i
kraje Beneluksu

maddalena.martini@allianz.com

Kathrin Stoffel

Ekonomista Ubezpieczenia i bogactwo

kathrin.stoffel@allianz.com

Antonin Henriët

Asystent ds. badań

antonin.henriet@allianz-trade.com

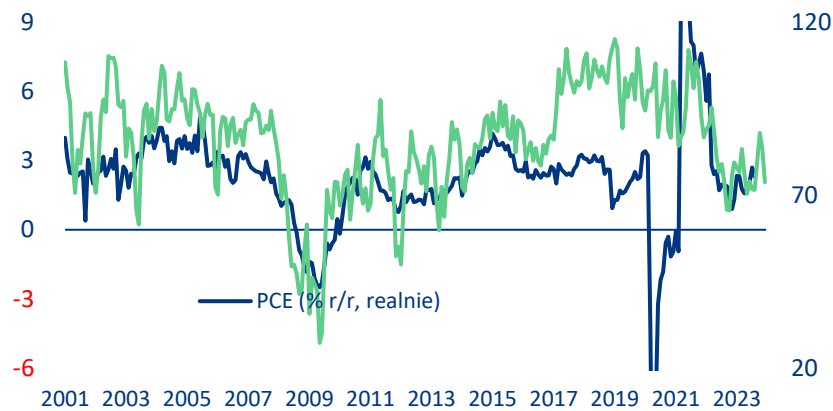
Streszczenie

- **Fed Fed znalazł się między (ekonomicznym) młotem a (niestabilnym rynkowo) kowadłem.** Oczekuje się, że w tym tygodniu Fed utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie w obliczu spadku obligacji.
- **Jednak dobre dane gospodarcze zwiększyły presję inflacyjną i mogą skłonić Fed do ostatecznej podwyżki stóp procentowych w grudniu.** Niedawny wzrost rentowności obligacji i odpowiadające mu spadki na rynku akcji mogą obniżyć PKB o -0,3 punktu procentowego i inflację o -0,2 punktu procentowego w pierwszej połowie 2024 roku.
- **Co to oznacza dla perspektyw rentowności w USA w 2024 i 2025 r.? Allianz Trade** podtrzymuje prognozę normalizacji amerykańskich 10-letnich stóp procentowych na poziomie 3,9% na koniec 2024 r. i 3,6% na koniec 2025 r. W alternatywnym scenariuszu – jeśli Fed będzie kontynuował QT w obecnym tempie i nie zatrzyma się w połowie 2024 r. zgodnie z Allianz Trade oczekiwaniami, co spowoduje podaż obligacji o wartości 1 bln USD w 2024 i 2025 r (oprócz 2 bln USD emisji netto w warunkach wysokich deficytów fiskalnych) - spodziewalibyśmy się wzrostu stóp do 4,1% na koniec 2024 r. i 4,0% na koniec 2025 r., co nadal jest dalekie od obecnego poziomu 5%.

Oczekuje się, że Fed utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie w tym tygodniu w obliczu zmienności na rynku obligacji, silnej dynamiki gospodarczej i presji inflacyjnej. Kilku uczestników FOMC zasugerowało ostatnio, że stopa funduszy federalnych prawdopodobnie pozostanie niezmienną na nadchodzącym posiedzeniu, a nawet, że prawdopodobnie osiągnęła swój szczyt w tym cyklu zacieśniania. Raczej gołębi ton prezesa Powella podczas spotkania Klubu Ekonomicznego w Nowym Jorku dwa tygodnie temu, wskazujący na stopniowe schładzanie rynku pracy i wzrost płac, również odzwierciedla zwiększoną ostrożność w odniesieniu do niedawnego zaostrzenia warunków finansowych. Fed obawia się podsycaenia zmienności finansowej – potencjalnie dużej w chwili obecnej, co mogłoby zwiększyć ryzyko twardego lądowania. Mimo to, PKB Stanów Zjednoczonych za III kwartał okazał się w ubiegłym tygodniu mocny i wyniósł +4,9% w ujęciu rocznym, a konsumpcja gospodarstw domowych rosła w szybkim tempie +4%. Miesięczne dane za wrzesień wskazują na mocny koniec III kwartału, przygotowując grunt pod prężny wzrost w IV kwartale, pomimo narastających przeciwności gospodarczych związanych z wysokimi stopami procentowymi i wznowieniem spłat kredytów studenckich. Ankiety sugerują, że amerykańskie gospodarstwa domowe są nadal przekonane o (dobrych) krótkoterminowych perspektywach gospodarczych, wskazując, że realny wzrost wydatków na konsumpcję osobistą tylko nieznacznie spowolni w IV kwartale do nieco poniżej +2% (wykres 1). Co więcej, wrześniowy odczyt (inflacji) CPI był rozczarowujący, przy czym zarówno ceny usług pomniejszone o ceny zakwaterowania, jak

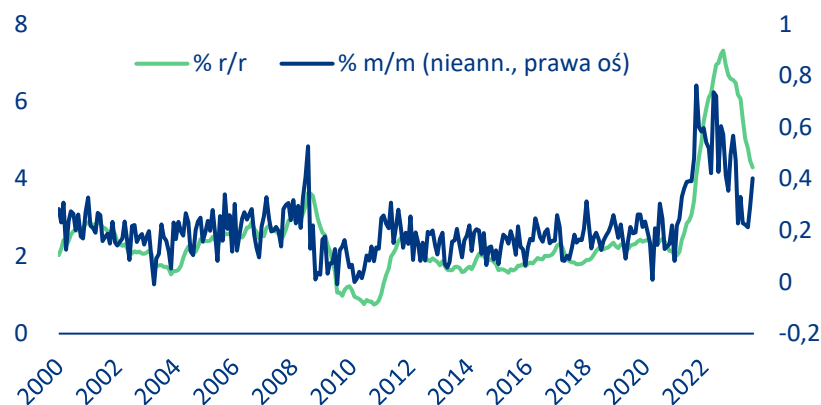
i ceny zakwaterowania wzrosły o +0,6% w ciągu miesiąca (bez annualizacji – przekształcenia danych krótkoterminowych w dane roczne), znacznie powyżej poziomu, z którym Fed czułby się komfortowo. Odbiły się także podstawowe miary presji cenowej, takie jak obcięty średni wskaźnik CPI ustalany przez Fed w Cleveland (wykres 2).

Wykres 1: Wzrost realnych wydatków na konsumpcję osobistą w USA i oczekiwania gospodarcze konsumentów



Źródła: LSGE Datastream, Allianz Research

Wykres 2: Średnia obcięta amerykańskiego wskaźnika CPI Cleveland Fed



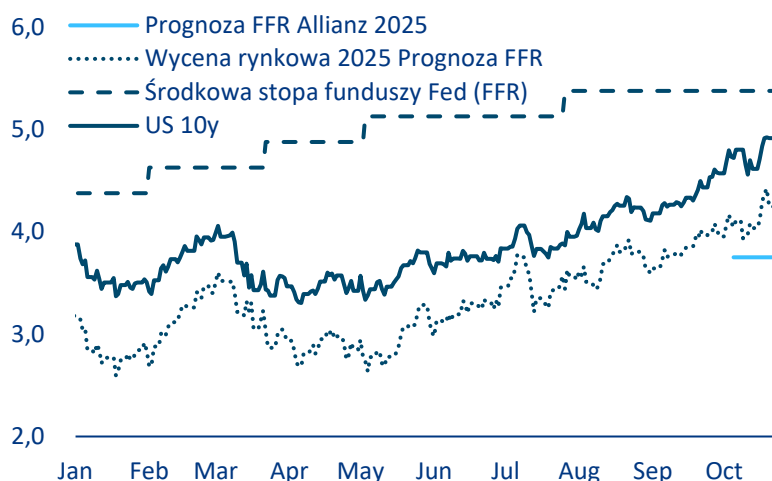
Źródła: LSGE Datastream, Allianz Research

Allianz Trade korzystając z wewnętrznego indeksu warunków finansowych (FCI), szacuje, że wzrost rentowności obligacji i spadki na rynku akcji od lata spowodują spadek PKB o kolejne -0,3 punktu procentowego i inflacji o -0,2 punktu procentowego (w ujęciu niezannualizowanym) w pierwszej połowie 2024 roku. Może to nie wystarczyć, aby przekonać Fed, że wzrost PKB spadnie znacznie poniżej trendu, a inflacja szybko znormalizuje się w kierunku 2%: w końcu warunki finansowe były również restrykcyjne w 2022 r. (-1 punkt procentowy PKB), kiedy rynek akcji spadł, ale nie przeszkodziło to w silnym wzroście PKB. Nadal uważamy, że ostateczna podwyżka stóp procentowych (o 25 pb) na grudniowym posiedzeniu jest bardziej prawdopodobna niż jej brak, jeśli zmienność na rynku obligacji ustąpi. Nadal oczekujemy również, że zacieśnianie ilościowe zostanie wstrzymane w połowie 2024 r., a stopa Fed Funds osiągnie 4,75% na koniec 2024 r. i 3,75% na koniec 2025 r.

Co to oznacza dla perspektyw rentowności w USA w 2024 i 2025 r.? W tym niezmienionym scenariuszu bazowym nadal oczekujemy, że rentowności 10-letnich obligacji powrócą do poziomów normalnych, spadając do 3,9% na koniec 2024 r. i 3,6% na koniec 2025 roku. Ponieważ jednak rynki obligacji wyprzedawały się ostatnio w związku z oczekiwaniami (i) mniejszej liczby obniżek stóp niż początkowo zakładano (wykres 3) oraz (ii) dodatkowej podaży obligacji wynikającej ze spekulacji, że Fed może kontynuować QT, warto przyjrzeć się takiemu alternatywnemu scenariuszowi. Obecnie Fed redukuje swój bilans średnio o około 90 mld USD miesięcznie. Jeśli Fed będzie kontynuował QT w tym tempie i nie zatrzyma się w połowie 2024 r. zgodnie z naszymi oczekiwaniami, spowoduje to podaż obligacji o wartości 1 bln USD w 2024 i 2025 r., oprócz 2 bln USD emisji netto w warunkach wysokich deficytów fiskalnych (wykres 4). Jeśli założymy

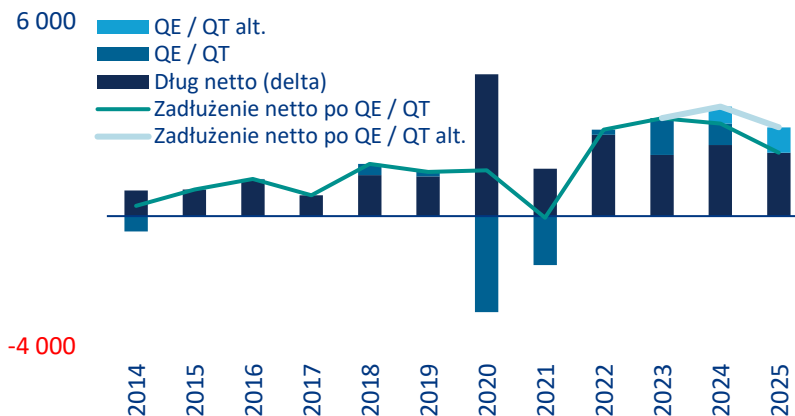
również, że stopa funduszy Fed podąży za obecnymi wycenami rynkowymi i osiągnie 4,4% na koniec 2025 r., co przekłada się na skumulowane cięcia o 130 pb zamiast 200 pb, które wprowadziliśmy, nasz model wartości godziwej przewiduje, że 10-letnie stopy procentowe spadną do 4,1% (4,0%) na koniec 2024 r. (koniec 2025 r.). Byłoby to o 20-40 pb więcej niż nasza obecna prognoza bazowa (wykres 5). Byłoby to jednak nadal dalekie od obecnych poziomów rentowności wynoszących około 5% i odpowiadających im stóp terminowych na podobnych poziomach. Podsumowując, jeśli Fed rzeczywiście pozostanie na wyższym poziomie przez dłuższy czas bez zatrzymywania QT, niedawna wyprzedaż na rynku obligacji może wydawać się mieć racjonalne podstawy, ale nadal w zestawieniu z fundamentami wydaje się nadmiernie energiczna ((w swej skali).

Wykres 3: Stopa funduszy Fed: oczekiwania rynkowe i prognoza Allianz Research, w %



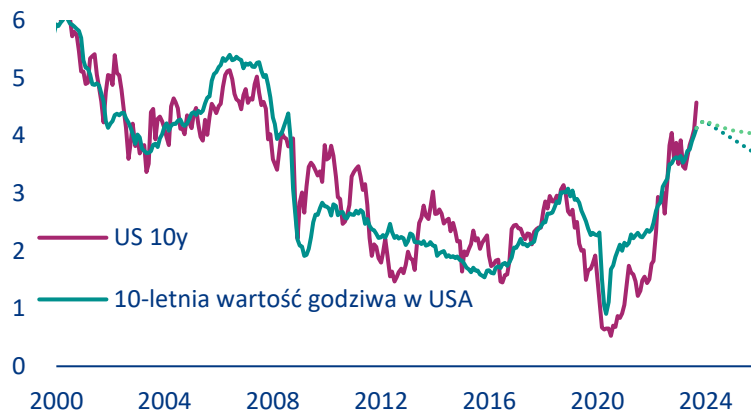
Źródła: LSGE Datastream, Allianz Research

Wykres 4: Zmiana zadłużenia USA i QT w scenariuszu bazowym i alternatywnym Allianz Research



Źródła: LSGE Datastream, Allianz Research

Wykres 5: Rentowność 10-letnich obligacji USA i szacunki modelu wartości godziwej



Źródła: LSGE 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) poziomu uporczywości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakres niewykonania zobowiązań kredytowych, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji, oraz środki reorganizacyjne,

a także (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.