

Allianz Research | 1 marca 2024 r.

“Na zachodzie bez zmian” – EBC trzyma się mocno

Nawiązanie do znanych cytatów oddaje nasze oczekiwania – na kolejnym posiedzeniu w dniu 7 marca Europejskiego Banku Centralnego po raz czwarty z rzędu powinien utrzymać stopę depozytową na niezmiennym poziomie 4,0%

Ludovic Subran
Główny ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

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

Bjoern Griesbach
Starszy strateg inwestycyjny
bjoern.griesbach@allianz.com

Jasmin Gröschl
Starszy ekonomista
jasmine.groeschl@allianz.com

Yao Lu
Doradca sektorowy
yao.lu@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel
Strateg inwestycyjny
pablo.espinosa-urriel@allianz.com

Alberto Giurato
Asystent ds. badań
alberto.giurato@allianz.com

W skrócie

- Allianz Trade oczekuje, że na kolejnym posiedzeniu 7 marca EBC po raz czwarty z rzędu utrzyma stopę depozytową na niezmiennym poziomie 4,0%.
- Ponieważ tempo dezinflacji spada, a wzrost płac ponownie przyspieszył, podtrzymujemy naszą prognozę cięć o zaledwie 50 pb w drugiej połowie 2024 roku.
- W międzyczasie: znaczne straty banku centralnego stanowią kolejne obciążenie dla bilansów fiskalnych, stanowiąc dodatkową zachętę dla EBC do przestrzegania zacieśnienia ilościowego (QT) pomimo zbliżającego się złagodzenia polityki.

W przyszłym tygodniu EBC ponownie powstrzyma się od zmian, aby uniknąć ryzyka zbyt wczesnego cięcia (stóp procentowych)

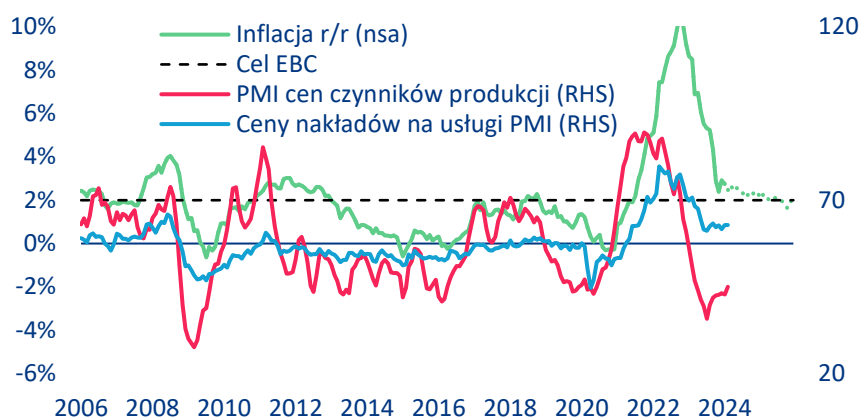
Oczekiwać można, że na następnym posiedzeniu w dniu 7 marca EBC utrzyma status quo, utrzymując stopę depozytową na historycznie wysokim poziomie 4,0% przez czwarte posiedzenie z rzędu (MLF: 4,75%, MRO: 4,5%). W ubiegłym miesiącu Rada Prezesów była zgodna co do tego, że ryzyko zbyt wczesnej obniżki stóp procentowych nadal przewyższa ryzyko zbyt późnej ich obniżki. Dane opublikowane od tego czasu były po mocnej stronie, a złożony wskaźnik PMI dla strefy euro wzrósł o jeden punkt do 48,9 (najwyższy poziom od ośmiu miesięcy, choć nadal na terytorium kurczącym się, poniżej 50), podczas gdy wzrost płac i inflacja bazowa ponownie przyspieszyły w styczniu. W związku z tym nie ma powodu, aby sądzić, że raczej jastrzębi nastrój

zmieni się do przyszłego tygodnia. Dane o lutowej inflacji zostaną opublikowane dzisiaj, 1 marca, co może zmienić obecne oczekiwania w dowolnym kierunku, mimo wszystko jest jednak mało prawdopodobne aby pociągnęły one za sobą jakiegokolwiek działania EBC w przyszłym tygodniu.

Szacunki dotyczące inflacji zostaną obniżone, ale wolniejsza dezinflacja "ostatniej mili" pozostanie w centrum uwagi, ponieważ presja płacowa będzie się utrzymywać

W styczniu inflacja w strefie euro spadła tylko nieznacznie do 2,8% r/r i 3,3% r/r w ujęciu bazowym, a zatem nadal znacznie powyżej celu. Co ważniejsze, **inflacja bazowa przyspieszyła trzeci miesiąc z rzędu** do 0,3% m/m, co przekłada się na stopę roczną na poziomie 4,9%. Składowe PMI dotyczące cen nakładów (produkcji) wskazują, że presja cenowa w sektorze usług pozostaje wysoka, biorąc pod uwagę utrzymujący się silny wzrost płac (wykres 1). Chociaż miara wynegocjowanych wynagrodzeń wg. EBC nieznacznie spowolniła do 4,5% r/r w IV kwartale 2023 r., to pozostaje ona niepokojąco wysoka. Częściej aktualizowany i co za tym – bardziej aktualny wskaźnik faktycznego wzrostu płac przyspieszył w styczniu nawet do 4,1% r/r, co jest najwyższym wynikiem od lipca ubiegłego roku. W tym kontekście szacunki EBC dotyczące inflacji w 2024 r. zostaną prawdopodobnie obniżone na najbliższym posiedzeniu, ponieważ ostatni szacunek z grudnia był stosunkowo wysoki i wyniósł 2,7% (obecny konsensus: 2,3%, wg. ekonomistów Allianz Trade: 2,4%). Allianz Trade oczekuje jednak, że rewizja w dół będzie mniej wyraźna niż można było początkowo oczekiwać.

Wykres 1: Inflacja w strefie euro z uwzględnieniem prognozy Działu Analiz Ekonomicznych Allianz Trade i cen czynników produkcji PMI

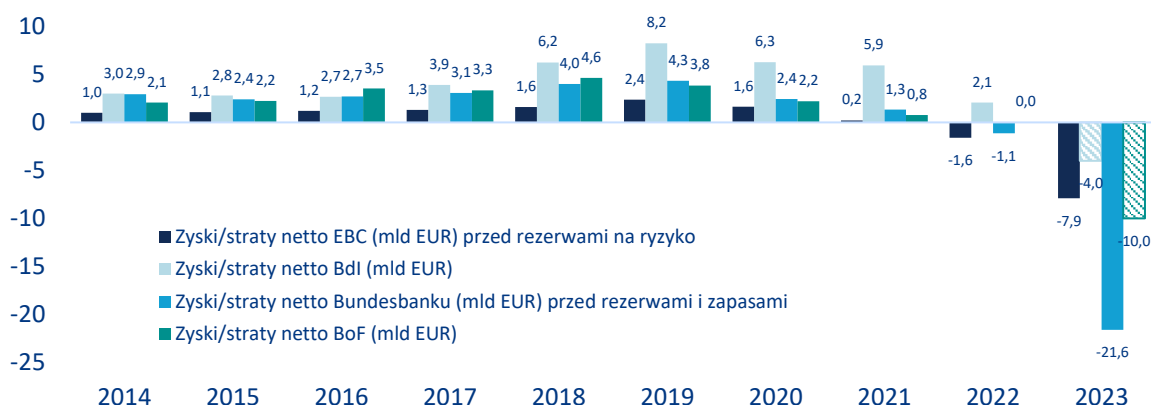


Źródła: LSEG Datastream, S&P Global, Allianz Research

Zacieśnianie ilościowe będzie kontynuowane, ponieważ straty banku centralnego zaczynają zagrażać dochodom fiskalnym w przypadku braku przyszłych transferów

EBC będzie kontynuował zacieśnianie ilościowe zgodnie z zapowiedzią z grudnia ubiegłego roku: pasywne wycofywanie obligacji w ramach programu APP w średnim tempie około 25 mld EUR miesięcznie oraz dodatkowe 7,5 mld EUR z programu PEPP począwszy od lipca. **W ubiegłym tygodniu roczne sprawozdania finansowe Bundesbanku i EBC wykazały duże straty w ich bilansach**, biorąc pod uwagę znaczne niedopasowanie stóp procentowych między aktywami i pasywami (wykres 2).

Wykres 2: Zyski i straty banków centralnych, mld EUR



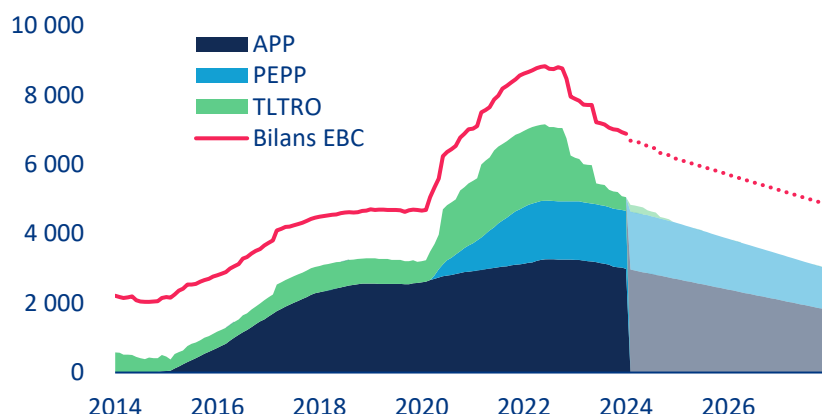
Źródła: EBC, Bundesbank, Bdl, BdF, Allianz Research. Uwagi: 2023 Bdl i BdF są szacunkowe.

Inne banki centralne, takie jak Banca d'Italia (Bdl) i Banque de France (BdF), opublikują swoje raporty w marcu, ale prawdopodobny jest ich podobny, choć mniej wyraźny wynik. W połączonym bilansie systemu monetarnego euro znajduje się obecnie blisko 3,0 bln euro obligacji z kuponem nieznacznie powyżej 0%, ponieważ zostały one w dużej mierze zakupione w środowisku niskich stóp procentowych przed czerwcem 2022 r., kiedy to QE zostało wstrzymane. Po stronie pasywów ESW posiada depozyty banków komercyjnych w wysokości ponad 3,5 bln EUR, które na razie płacą stopę depozytową w wysokości 4,0%. **To niedopasowanie wynoszące obecnie 120 mld EUR w ujęciu rocznym bez wątpienia uderza w zyski banków centralnych.**¹ Oczywiście głównym zadaniem EBC jest stabilność cen, a nie generowanie zysków. Niemniej jednak, ponieważ w przeszłości zyski odpowiadające 0,2%-0,5% PKB zostały przekazane rządowi, ten strumień dochodów zatrzyma się na kilka następnych lat, ponieważ banki centralne będą musiały uzupełnić swoje rezerwy na ryzyko nawet po ustaniu strat bilansowych. **Skutkuje to kolejnym, mniej oczywistym efektem drugiej rundy zacieśniania polityki**

¹ 120 mld EUR to wartość przybliżona oparta na założeniu, że średnia ważona kluczem kapitałowym stopa kuponowa obligacji o wartości 3,0 bln EUR w EMS wynosi około 0,8%, a koszty stopy depozytywnej 4,0% dla 3,5 bln EUR.

pieniężnej. EBC będzie zatem chętny do zmniejszenia bilansu w przyszłości i - bez oficjalnego przyznania się do tej zachęty - obniżenie stopy depozytowej w pewnym momencie również w tym pomoże (wykres 3).

Wykres 3: Bilans EBC z uwzględnieniem prognozy Allianz, mld EUR

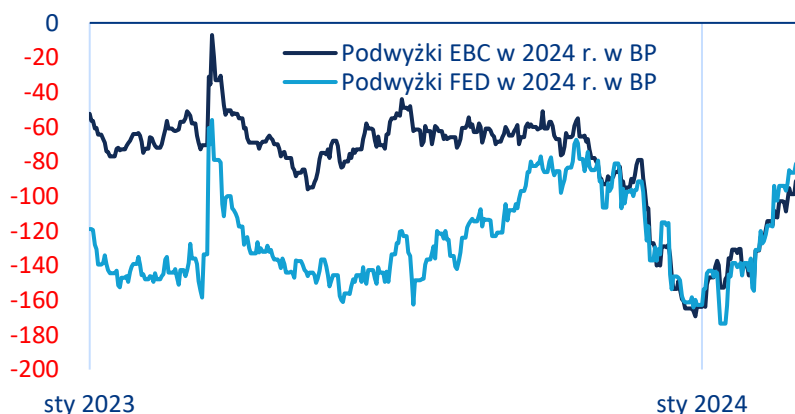


Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

W odniesieniu do oczekiwań odnośnie przyszłości – utrzymujemy nasz od dawna utrzymywany postulat dwóch obniżek stóp EBC o 25 pb w lipcu i wrześniu, gdy inflacja zbliży się do celu EBC, oraz kolejnych 75 pb w 2025r.

Ponieważ oczekiwać można, że wzrost gospodarczy w strefie euro odbije w drugiej połowie tego roku, EBC najprawdopodobniej wstrzyma się po wrześniu i poczeka, aż cel inflacyjny zostanie osiągnięty w sposób zrównoważony (nie wcześniej niż w I kwartale 2025 r.). Pogląd ten jest obecnie coraz powszechniej podzielany przez rynki, które znacznie obniżyły wielkość oczekiwanych skumulowanych cięć w 2024 r. do 90 pb ze 160 pb w grudniu (wykres 4). **Niepewność jest jednak obecnie bardzo wysoka, biorąc pod uwagę duże rozproszenie wskaźników wyprzedzających.** Nadal istnieje ryzyko zawirowań finansowych wywołanych wydarzeniami geopolitycznymi, eskalacją na rynku nieruchomości komercyjnych lub po prostu opóźnionym wpływem zacieśnienia polityki pieniężnej na inwestycje, co spowodowałoby znacznie szybszą i wyraźniejszą ścieżkę luzowania przez EBC.

Wykres 4: Wycena rynkowa dla zmiany stopy procentowej w 2024 r.



Źródła: Bloomberg, 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

) 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 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

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.

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