

Allianz Research | 6 czerwca 2024 r.

# Europejski Bank Centralny: To już - rozpoczęcie ostrożnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej

Ludovic Subran  
Główny ekonomista  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Maddalena Martini  
Starszy ekonomista dla Włoch i Grecji  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

Bjoern Griesbach  
Starszy strateg inwestycyjny i  
ekonomista strefy euro  
[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)

Maria Latorre  
Doradca ds. sektora B2B  
[maria.latorre@allianz-trade.com](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)

## W skrócie:

- Allianz Trade oczekuje, że na dzisiejszym posiedzeniu 6 czerwca EBC zainicjuje ostrożny cykl łagodzenia polityki pieniężnej, obniżając stopę depozytową o 25 pb do 3,75%, co będzie **pierwszą obniżką stóp od czasu pandemii Covid-19 w 2020 roku**.
- Decyzja ta zapada **pomimo ostatnich zaskakujących danych o wzrostach inflacji i płac**, które zmuszą decydentów do przyjęcia jastrzębiego tonu, podkreślając zależność od danych i podejmowanie w przyszłości decyzji dopiero na kolejnych posiedzeniach (bez zakładanego z wyprzedzeniem scenariusza).
- Aby nie odbiegać zbyt daleko od Fed, od którego rynek oczekuje się, że utrzyma on stopy procentowe na wyższym poziomie przez dłuższy czas, podtrzymujemy nasz pogląd od dawna, że **w 2024 r. w strefie Euro nastąpią tylko dwie obniżki**, a stopa końcowa na poziomie 2,5% zostanie osiągnięta w 2025 r.

EBC ma zamiar rozpocząć ostrożny cykl łagodzenia polityki pieniężnej, obniżając stopy procentowe o 25 pb – łagodząc tym samym swoją wysoce restrykcyjną politykę pieniężną przez wprowadzenie pierwszej obniżki stóp procentowych od czasu pandemii Covid-19 w 2020 roku. Po utrzymaniu stopy depozytywnej na rekordowo wysokim poziomie przez dziewięć miesięcy, oczekiwać można, że EBC obniży ją o 25 pb do 3,75% (MLF: 4,50%, MRO: 4,25%). Pomimo ostatnich niespodzianek w zakresie wzrostu inflacji i płac, silne wstępne zaangażowanie różnych członków Rady Prezesów w ostatnich tygodniach sprawiło, że ruch ten był niemal pewny i został w pełni wyceniony przez rynki. Niemniej jednak EBC z pewnością podkreśli zależność od danych i podejście do podejmowania decyzji w przyszłości dopiero na kolejnych posiedzeniach.

Wraz z tym pierwszym cięciem EBC dołącza do innych europejskich banków centralnych w Szwajcarii, Szwecji, Czechach i na Węgrzech, które już rozpoczęły swoje cykle luzowania w ostatnich miesiącach, pokazując, że możliwa jest transatlantycka dywergencja polityki. W opinii Allianz Trade pomimo złagodzenia stóp procentowych, zacieśnianie ilościowe EBC będzie się nasilać, zwiększając się ze średnio 29 mld EUR miesięcznie w ciągu ostatniego roku do około 36 mld EUR miesięcznie. Przyspieszenie to jest następstwem ogłoszenia w grudniu ubiegłego roku, że EBC ograniczy reinwestycje w ramach programu PEPP o wartości 1,6 bln EUR począwszy od lipca, a także trwającego pasywnego wygaszania programu APP, który w rezultacie skurczył się już z maksymalnego poziomu 3,3 bln EUR w 2022 r. do obecnych 2,9 bln EUR.

Wykres 1: Inflacja zasadnicza i sekwencyjna inflacja bazowa w strefie euro, w %



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research.

Uwaga: Linia przerywana pokazuje prognozę Allianz Research dla inflacji zasadniczej.

Zaktualizowane prognozy będą uważnie obserwowane, ponieważ dane o inflacji i płacach zaskoczyły ostatnio swoimi wzrostami. EBC opublikuje również kwartalną aktualizację swoich prognoz dotyczących inflacji i wzrostu gospodarczego, które rynki finansowe będą uważnie analizować w obliczu globalnej niepewności gospodarczej i geopolitycznej. Od ostatniej aktualizacji w marcu **nowe sprzeczne dane sprawiają, że nie jest pewne, w jaki sposób prognozy te zostaną skorygowane**. Kluczową zmianą jest znacznie bardziej restrykcyjne środowisko polityki pieniężnej, ponieważ szacunki personelu opierają się na rynkowych oczekiwaniach dotyczących stóp procentowych. **Podczas gdy w marcu wyceniano około pięciu cięć w 2024 r., obecnie liczba ta zmniejszyła się do zaledwie dwóch**. Ta rewizja prawdopodobnie wywrze presję na obniżenie zarówno prognoz inflacji, jak i wzrostu gospodarczego. Z drugiej strony, (możliwe) pozytywne niespodzianki w danych o inflacji i płacach, a także poprawa wskaźników prognostycznych, takich jak PMI, powinny złagodzić tę presję. Inflacja zasadnicza przyspieszyła w maju do 2,6% r/r z 2,4% w kwietniu. Po wyeliminowaniu efektów bazowych i zmiennych pozycji, trzymiesięczna średnia krocząca inflacji bazowej wyniosła 3,4% w ujęciu rocznym, co jest wyraźnie powyżej celu EBC wynoszącego 2% i znacznie powyżej długoterminowej średniej sprzed pandemii wynoszącej 1,1% (wykres 1). Inflacja bazowa jest obecnie w dużej mierze napędzana przez krajową presję cenową w sektorze usług. Presja ta może utrzymywać się przez kilka miesięcy, biorąc pod uwagę, że płace nadal rosną znacznie szybciej niż długoterminowy trend. Kluczowa miara EBC, wynagrodzenie na pracownika za I kwartał, zostanie opublikowana dopiero po posiedzeniu EBC, ale dane na poziomie krajowym wskazują na podobną pozytywną niespodziankę, jak w przypadku płac negocjowanych dwa tygodnie temu, które wzrosły z powrotem do 4,7% r/r - rekordowego poziomu osiągniętego wcześniej w III kwartale ubiegłego roku. Jednak najlepszy wskaźnik wyprzedzający dla płac, miesięczny wskaźnik rzeczywistych wynagrodzeń, spowolnił w kwietniu do 3,0% r/r, co jest najniższym odczytem od 2022 r. (wykres 2).

Wykres 2: Wskaźniki wynagrodzeń w strefie euro, w %

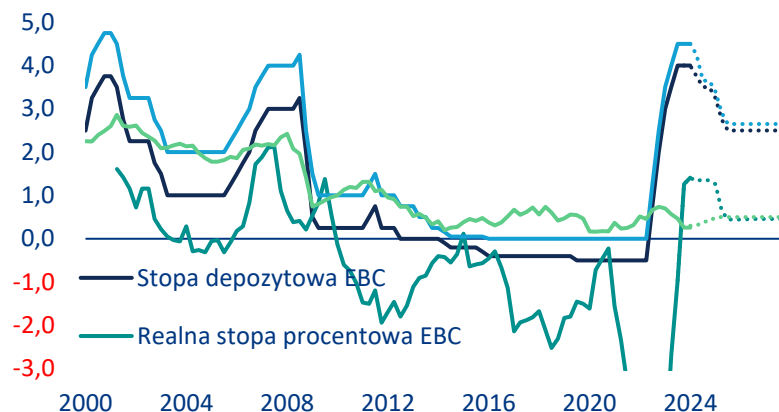


Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research.

Uwagi: Linia przerywana przedstawia prognozę Allianz Research dla inflacji zasadniczej. Linia przerywana pokazuje średnią stopę wzrostu wynagrodzenia na pracownika w latach 2010-2019.

Trzymamy się naszego poglądu wyrażanego od dawna, iż w 2024 r. będą mieć miejsce dwie obniżki stóp a stopa końcowa na poziomie 2,5% ma zostać osiągnięta w 2025 r. Biorąc pod uwagę ostatnie niespodzianki wzrostu inflacji, EBC prawdopodobnie wstrzyma się w lipcu i dokona kolejnej obniżki stóp we wrześniu. Do tego czasu inflacja zasadnicza prawdopodobnie osiągnie cel inflacyjny na poziomie 2%, dzięki korzystnym efektom bazowym. Następnie niepewność geopolityczna związana z wyborami w Stanach Zjednoczonych, wyższe stopy inflacji ze względu na niekorzystne efekty bazowe oraz ryzyko rosnącej rozbieżności w polityce transatlantyckiej **zmusi EBC do przesunięcia pozostałej części cyklu łagodzenia polityki pieniężnej na pierwszy kwartał 2025 roku**. Dalsze luzowanie w 2025 r. z czterema kolejnymi cięciami doprowadzi do końcowej stopy procentowej na poziomie 2,5%, co zakłada realną neutralną stopę procentową na poziomie około 0,5% (wykres 3).

Wykres 3: Nominalne i realne stopy procentowe EBC, w %



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research.

Uwagi: Linia przerywana przedstawia prognozy Allianz Research. Realna stopa procentowa jest przybliżona poprzez odjęcie bieżącej inflacji w ujęciu r/r od stopy depozytowej (stopa refinansowania przed 2014 r.). Należy zauważyć, że od 18 września 2024 r. EBC mechanicznie obniży różnicę między stopą depozytową a refinansową do 15 pb.

---

#### Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio  
+48 601 056 830  
[grzegorz.blachnio@allianz-trade.com](mailto:grzegorz.blachnio@allianz-trade.com)

#### Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzędowski  
+ 48 509 433 874  
[artur.niewrzedowski@multian.pl](mailto:artur.niewrzedowski@multian.pl)

---

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) 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.