

Allianz Research | 10 września 2024 r.

EBC: kolejne cięcia z celem inflacyjnym w zasięgu wzroku

Spodziewamy się drugiej rundy obniżek stóp przez EBC, co uzasadnia spadek inflacji. To nie koniec – spodziewać się można stopniowego cyklu cięcia stóp w strefie Euro

Ludovic Subran
Główny ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Główny strateg inwestycyjny i
ekonomista strefy euro
jordi.basco_carrera@allianz.com

Bjoern Griesbach
Starszy strateg inwestycyjny i
ekonomista strefy euro
bjoern.griesbach@allianz.com

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

W skrócie:

- Oczekujemy, że na kolejnym posiedzeniu 12 września EBC po raz drugi w tym roku obniży stopę depozytową do 3,50% po przerwie w lipcu.
- W obliczu spadku inflacji do 2,2% r/r w sierpniu, poluzowanie restrykcyjnego nastawienia jest uzasadnione.
- W przyszłości EBC będzie podążał za stopniowym cyklem cięcia, osiągając stopę końcową na poziomie 2,5% w połowie 2025 roku.
- Jednak przy rekordowo niskim bezrobociu, silnym wzroście płac i lepkiej inflacji bazowej, EBC nie spieszy się i prawdopodobnie będzie kładł nacisk na ostrożne podejście zależne od danych.

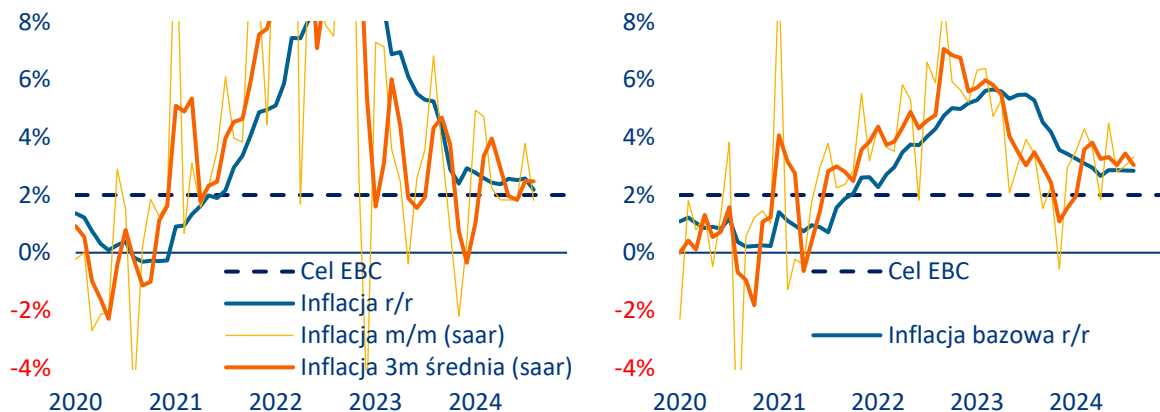
EBC wkrótce dokona drugiej obniżki stóp procentowych w tym roku, ponieważ cel inflacyjny jest coraz bliżej. Na kolejnym posiedzeniu 12 września EBC prawdopodobnie obniży stopę depozytową o 25 pb do 3,50%, co będzie drugą obniżką w tym cyklu po przerwie w lipcu. Należy zauważyć, że stopa dla głównych operacji refinansujących (MRO) i MLF (Marginal Lending Facility – stopa wg. której EBC udziela pożyczek w euro bankom komercyjnym mającym siedzibę w strefie euro) spadnie nawet o 60 pb do 3,65% i 3,90% z przyczyn technicznych, **aczkolwiek bez żadnego wpływu na gospodarkę.**¹

Wraz ze spadkiem inflacji w sierpniu do uspokajającego poziomu 2,2% r/r, poluzowanie restrykcyjnego nastawienia jest uzasadnione. Istnieją jednak pewne zastrzeżenia. Inflacja w strefie euro spadła z 2,6% r/r do 2,2% w sierpniu, co jest najniższym odczytem od 2021 roku. Było to jednak w dużej mierze spowodowane efektami bazowymi i spadkiem komponentu energetycznego inflacji. Inflacja bazowa tylko nieznacznie spadła z 2,9% r/r do 2,8%. Co bardziej niepokojące, miesięczna zmiana cen bazowych przyspieszyła nawet do 0,3% m/m. Tak więc, choć na pierwszy rzut oka wydaje się, że cel inflacyjny jest w zasięgu celu EBC, **sekwencyjnie inflacja bazowa utrzymuje się uparcie powyżej 3% od sześciu miesięcy** (wykres 1). **Jest to nadal napędzane przez inflację cen usług, która nawet wzrosła do najwyższego odczytu od prawie roku (4,2% r/r)**, choć spowolniła sekwencyjnie. Inflację w usługach nadal napędza historycznie wysoki wzrost płac. Podczas gdy wciąż można oczekiwać spowolnienia tempa wzrostu płac, a następnie powinno ono przełożyć się na spowolnienie cen usług wraz z niższym popytem, obecnie nie ma jeszcze oznak tego w twardych danych. Z drugiej strony, wskaźniki oparte na ankietach wykazują oznaki złagodzenia, a podkomponent cen nakładów na usługi PMI (w dużej mierze

¹ Jest to konsekwencja [przeglądu ram operacyjnych](#) opublikowanego w marcu, w którym ogłoszono, że spread MRO i MLF zostanie obniżony i ustalony odpowiednio na 15 pb i 40 pb w stosunku do stopy depozytywnej począwszy od września. Nie będzie to miało wpływu na gospodarkę i jest raczej techniczną korektą na przyszłość. Przy wciąż dużej nadwyżce rezerw prawie żaden bank nie pożycza obecnie pieniędzy od EBC, co sprawia, że stopy MRO i MLF nie są obecnie wiążące.

napędzany przez płace) spadł w sierpniu do 58,0, najniższego poziomu od 2021 r. (wykres 2). W tym kontekście wszystkie oczy będą zwrócone na oczekiwania ekspertów EBC. Są one aktualizowane co kwartał, ale Allianz Trade nie spodziewa się żadnych istotnych zmian.

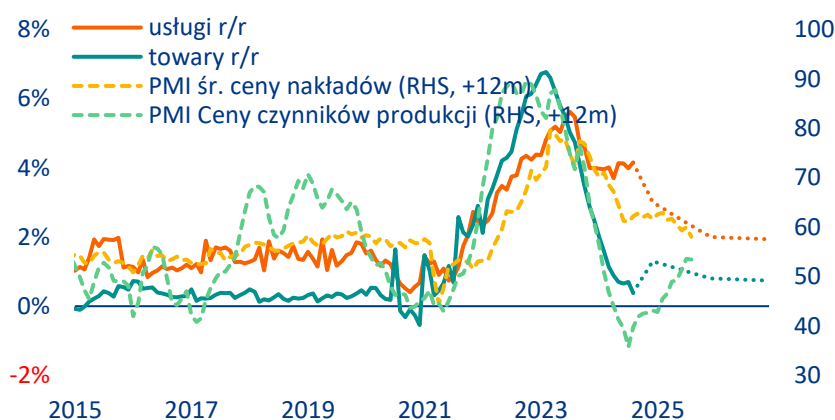
Wykres 1: Miary inflacji zasadniczej i bazowej, %



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

W przyszłości Allianz Trade spodziewa się jeszcze jednej obniżki stóp EBC w 2024 r. i osiągnięcia stopy końcowej na poziomie 2,5% do połowy 2025 r. Choć niekorzystne efekty bazowe spowodują ponowny wzrost inflacji zasadniczej do blisko 3% pod koniec tego roku (wykres 1), Allianz Trade uważa, że EBC przeanalizuje te anomalie statystyczne i będzie kontynuował stopniowy cykl łagodzenia. Mimo to oczekujemy, że cykl obniżek stóp procentowych przyspieszy, przesuwając jedno cięcie z 2025 na 2024 rok. Ponieważ gospodarka amerykańska wykazuje coraz większe oznaki słabości, a Fed spodziewa się odpowiednio większej liczby cięć do końca roku niż kilka miesięcy temu, ryzyko rozbieżności w polityce transatlantyckiej zanika. Niweluje to jeden z argumentów przemawiających za przedłużającą się pauzą EBC. I choć inflacja bazowa jest nadal silna, a wzrost gospodarczy ożywia się, obecne stanowisko EBC jest nadal bardzo restrykcyjne. Realne stopy procentowe stają się nawet coraz bardziej restrykcyjne w obliczu dezinflacji. W tym kontekście dalsze luzowanie polityki pieniężnej jest rzeczywiście uzasadnione. Nadal oczekujemy, że stopa końcowa na poziomie 2,5% zostanie osiągnięta do połowy 2025 r., kiedy to oczekuje się, że inflacja osiągnie cel w sposób zrównoważony. W tej perspektywie nadal jesteśmy po jastrzębiej stronie w porównaniu do oczekiwań rynkowych, które obecnie wyceniają około dwie i pół obniżki stóp procentowych w tym roku oraz stopę docelową na poziomie około 2,2%, która ma zostać osiągnięta w drugiej połowie przyszłego roku.

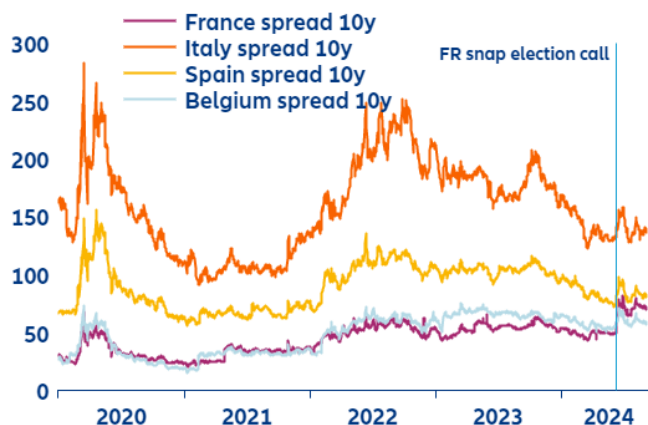
Wykres 2: Prognoza cen czynników produkcji PMI i składników inflacji bazowej, %, wskaźnik



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research. Uwaga: Kropkowane linie odnoszą się do prognozy Allianz Research. Ceny PMI dla usług i produkcji są przesunięte o dwanaście miesięcy do przodu.

Wraz ze stabilizacją spreadów w strefie euro, EBC może przyspieszyć zacieśnianie ilościowe zgodnie z oczekiwaniami, a dyskusje na temat instrumentu ochrony transmisji (TPI) ponownie zeszły na dalszy plan. Zgodnie z naszymi bazowymi założeniami, zamieszanie związane z wyborami we Francji i późniejszy impas polityczny pogorszyły perspektywy dla Francji, a to przekształciło się w ogólnoeuropejskie ryzyko. W rezultacie spready obligacji skarbowych w strefie euro w dużej mierze powróciły do normy, choć obecnie rynek postrzega atrakcyjność inwestycyjną Francji na równi z Hiszpanią (wykres 3). Zacieśnianie ilościowe przyspieszyło w lipcu, jak już ogłoszono w grudniu ubiegłego roku przez EBC, z dodatkowymi 7,5 mld EUR miesięcznie z programu PEPP, oprócz średnio 30 mld EUR miesięcznie z programu APP. Ponadto pozostałe 85 mld EUR (z ponad 2 bln EUR) pozostających do spłaty TLTRO zostanie spłacone do końca roku, ostatecznie kończąc (na ten moment) kolejny rozdział niekonwencjonalnej polityki pieniężnej.

Wykres 3: Spready obligacji skarbowych strefy euro, pb



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzędowski

+ 48 509 433 874

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) poziom 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.