



## Fed i EBC: Zmierzając w kierunku końca cyklu podwyżek

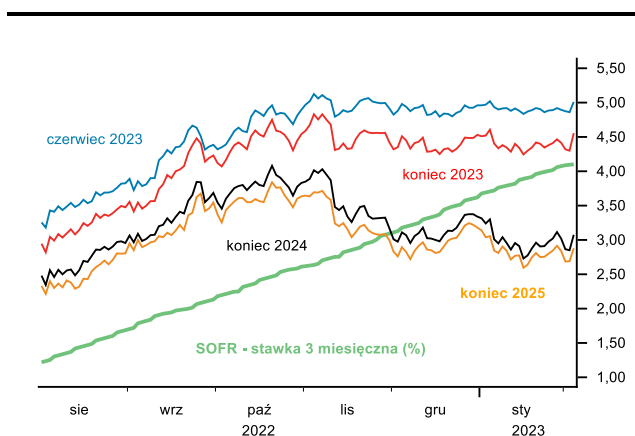
Rynek zareagował na zeszytygodniowe posiedzenia Rezerwy Federalnej i Europejskiego Banku Centralnego wzrostami cen zarówno na rynku akcji jak i długu. Było to spowodowane oczekiwaniami, że obserwowane w ostatnich miesiącach spowolnienie inflacji skutkować będzie wstrzymaniem cykli podwyżek stóp procentowych przez banki centralne w USA i strefie euro.

Pełny entuzjazm na rynku nie trwał jednak długo. Opublikowane w piątek informacje o stanie rynku pracy w USA pozytywnie zaskoczyły - zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło w styczniu o 517 tys. wobec konsensusu na poziomie 188 tys. a stopa bezrobocia spadła do 3,4% - co spowodowało, że tendencje spadkowe na rynku stóp procentowych szybko się odwróciły. Dwuletnia stawka swapowa w USA podskoczyła po publikacji danych o ponad 20pb i jest obecnie o około 10pb powyżej poziomów odnotowanych przed posiedzeniem Fed.

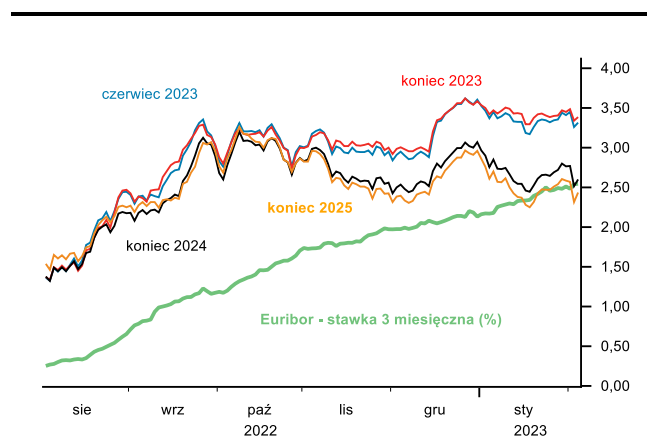
Obecnie rynek wycenia łącznie 50pb podwyżek stóp procentowych w USA w marcu i maju (stopa funduszy federalnych na poziomie 5-5,25%) oraz 75pb zacieśnienia w strefie euro w tym samym okresie (stopa depo EBC na poziomie 3,25%). Oczekiwania te są w dużej mierze zgodne z prognozami analityków BNP Paribas Markets 360.

Napływające w ciągu najbliższych tygodni dane makroekonomiczne wyznaczą kierunek polityki pieniężnej po wiośnie. Rynek wydaje się wyceniać scenariusz miękkiego lądowania, dostrzegając przestrzeń do znacznego złagodzenia polityki pieniężnej w przyszłym roku, przy utrzymaniu relatywnie dobrej koniunktury. Oczekiwania 200pb obniżek stóp procentowych USA i 75pb w strefie euro do końca 2024 roku mogą być jednak zbyt duże, przy założeniu, że nie nastąpi znaczące pogorszenie sytuacji na rynkach pracy. Mimo że tempo rocznego wzrostu cen konsumpcyjnych ostatnio spadło, wydaje się, że wciąż jest za wcześnie, aby ogłosić ostateczne zwycięstwo w walce z inflacją.

Wykres 1: Rynkowa wycena 3-miesięcznej stawki SOFR w USA



Wykres 2: Rynkowa wycena 3-miesięcznej stawki Euribor w strefie euro



Źródło: CME, EUREX, Macrobond, Bank BNP Paribas



## Rezerwa Federalna

Zgodnie z rynkowym konsensusem Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) na swoim ostatnim posiedzeniu w środę 1 lutego podniósł stopę funduszy federalnych o 25pb do przedziału 4,50-4,75%. Jako że decyzja nie przyniosła niespodzianki, uwaga rynku skupiła się na konferencji prezesa Fed Jerome'a Powella. Chociaż w jego przemówieniu pojawiło się wiele jastrzębich komentarzy, rynek zareagował przede wszystkim na brak sprzeciwu na poluzowanie warunków finansowych w USA. Prezes Powell powiedział, że „*nie skupiamy się na ruchach krótkoterminowych, ale na trwałych zmianach warunków finansowych*”, w dużej mierze bagatelizując fakt, że w ciągu ostatnich 6 miesięcy warunki finansowe w USA uległy wyraźnemu złagodzeniu – pomimo znacznego wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych. Dodał też, że nadal uważa, że istnieje droga do miękkiego lądowania, czyli scenariusza, w którym Fed nie wywołuje recesji, by stłumić inflację. W związku z tym rynkowe stopy procentowe spadły po konferencji, zaś notowania na rynku akcji poszły w górę. Indeks S&P 500 wzrósł po posiedzeniu FOMC o 3%, choć w piątek nieco się obniżył, po bardzo solidnych danych o sytuacji na rynku pracy w USA.

Chociaż gołębie fragmenty konferencji Powella pobudziły rynek, nie pomijalibyśmy ogólnego tonu jego komunikacji. Powtórzył on, że Fed ma więcej do zrobienia, a dalsze podwyżki stóp procentowych są właściwe, ponieważ polityka pieniężna nie jest jeszcze wystarczająco restrykcyjna. Odnosząc się do spowolnienia inflacji w ostatnim czasie, prezes Fed odpowiedział: „*Chociaż ostatnie informacje są zachęcające, potrzebujemy znacznie więcej dowodów, aby mieć pewność, że inflacja jest na trwałej ścieżce spadkowej*”. Biorąc pod uwagę, że ostatnie spowolnienie inflacji miało miejsce przy wyjątkowo napiętym rynku pracy, podkreślił, że jest jeszcze za wcześnie, aby mówić o zwycięstwie w walce z inflacją. Wspomniał też, że jeśli gospodarka będzie się zachowywać zgodnie z oczekiwaniami, to nie widzi miejsca na obniżki stóp procentowych w 2023 roku.

Analitycy z BNP Paribas Markets 360 przewidują, że FOMC dokona jeszcze dwóch podwyżek o 25pb, w marcu i maju, po których nastąpi dłuższa przerwa w ruchach stóp procentowych. Skala podwyżek jest zgodna z wyceną rynkową, natomiast rynek widzi miejsce na około 25-50pb obniżek stóp proc. w USA już w IV kw. 2023 r.

## Europejski Bank Centralny

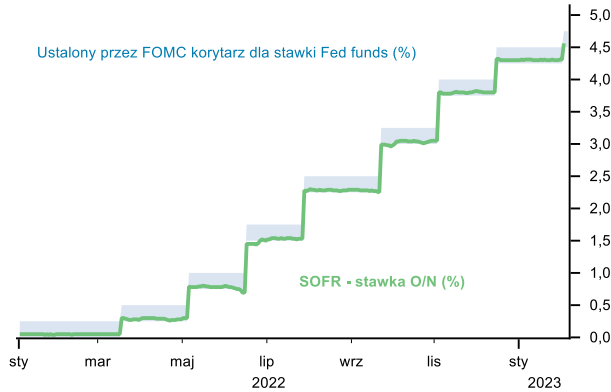
Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego (EBC) w czwartek 2 lutego również doprowadziło do znacznego wzrostu cen na rynku długu. Zgodnie z oczekiwaniami Rada Prezesów EBC podniosła stopy procentowe o 50pb, w tym stopę depozytów do 2,50%. Mimo to rentowność 10-letnich włoskich obligacji skarbowych spadła o ponad 20pb po konferencji prezesa EBC Christine Lagarde. Spadek ten został jednak częściowo zniwelowany w piątek.

Ton konferencji prasowej prezesa Lagarde był bardziej zrównoważony niż wcześniej. Według analityków BNP Paribas Markets 360 kluczowym czynnikiem stojącym za złagodzeniem tonu jest trwająca obecnie dezinflacja. Sformułowania użyte przez szefową EBC nie sugerują jednak samozadowolenia. Podkreśliła ona, że EBC ma więcej do zrobienia i że postrzega presję inflacyjną jako wciąż „żywą”. Dodała ona również, że obecne scenariusze sugerują, że podwyżka o 50pb na kolejnym marcowym posiedzeniu jest uzasadniona.

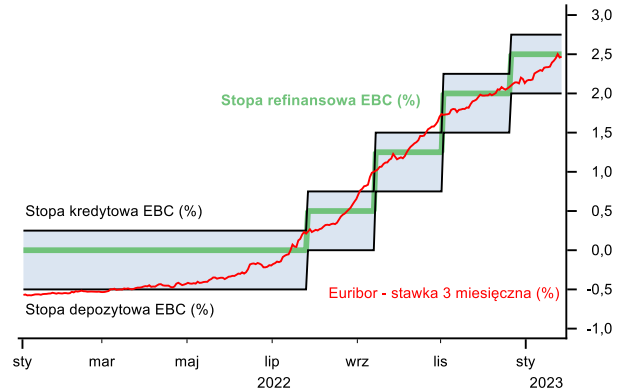
W komunikacie po posiedzeniu Rady Prezesów napisano jednak, że po marcu decydenci będą oceniać dalszą ścieżkę polityki pieniężnej i to na ten komunikat rynek stopy procentowej zareagował spadkami. Przewidywana na koniec roku 3-miesięczna stawka Euribor jest teraz o około 15pb niższa niż przed posiedzeniem EBC (~3,30%). Analitycy BNP Paribas Markets 360 prognozują podwyżkę stóp procentowych o 50pb w marcu, a następnie kolejną o 25pb w maju, co doprowadzi stopę depozytów do 3,25% - zasadniczo zgodnie z wyceną rynkową



### Wykres 3: Stopy procentowe Fed i stawka SOFR O/N



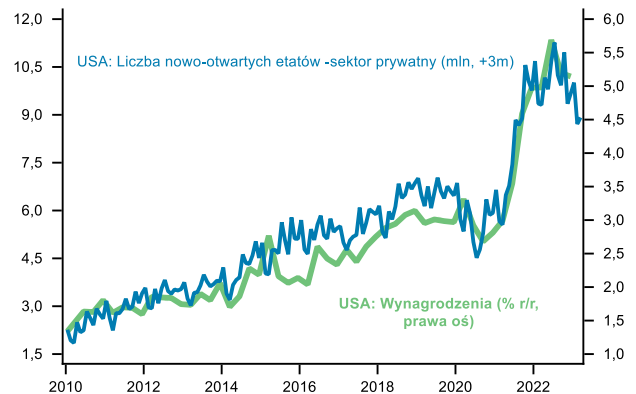
### Wykres 4: Stopy procentowe EBC i 3-miesięczna stawka Euribor



### Wykres 5: Warunki finansowe w USA



### Wykres 6: Rynek pracy w USA wciąż bardzo mocny



### Wykres 7: Projekcja Fed (grudzień 2022)

Podsumowanie projekcji ekonomicznych Fed					
Zmienne	2022	2023	2024	2025	Długi horyzont
Wzrost PKB (% r/r)	0,5	0,5	1,6	1,8	1,8
Inflacja PCE (% r/r)	5,6	3,1	2,5	2,1	2,0
Inflacja bazowa (% r/r)	4,8	3,5	2,5	2,1	-
Stopa bezrobocia (%)	3,7	4,6	4,6	4,5	4,0
Stopa Fed funds (%)	4,4	5,1	4,1	3,1	2,5

### Wykres 8: Projekcja EBC (grudzień 2022)

Podsumowanie projekcji ekonomicznych EBC				
Zmienne	2022	2023	2024	2025
Wzrost PKB (% r/r)	3,4	0,5	1,9	1,8
Inflacja HICP (% r/r)	8,4	6,3	3,4	2,3
Inflacja bazowa (% r/r)	3,9	4,2	2,8	2,4
Stopa bezrobocia (%)	6,7	6,9	6,8	6,6
Euribor 3m (%) - wycena rynkowa	0,4	2,9	2,7	2,5

Źródło: Rezerwa Federalna, EBC, Macrobond, Bank BNP Paribas



*Osoba/y zaangażowane w sporządzenie rekomendacji: Marcin Kujawski*

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejsza publikacja została przygotowana przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. i stanowi publikację handlową w rozumieniu przepisów MiFID II (Dyrektywa 2014/65/EU). Nie stanowi badania inwestycyjnego w rozumieniu MiFID II i w związku z tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A.

Przedstawione opinie i komentarze pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone.

Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.

BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 518 782 zł w całości wpłacony.

Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.