



## Fed i EBC: To jeszcze nie koniec

Bez niespodzianek zakończyły się ubiegłotygodniowe posiedzenia Rezerwy Federalnej (Fed) i Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Zgodnie z przewidywaniami Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) utrzymał stawkę funduszy federalnych (*fed funds rate*) na poziomie 5,00 – 5,25%. Rada Prezesów EBC podniosła natomiast stopy procentowe o 25pb, w tym stopę depozytową do poziomu 3,50%. Mimo różnych decyzji, ogólny przekaz płynący z obu instytucji był relatywnie jastrzębi.

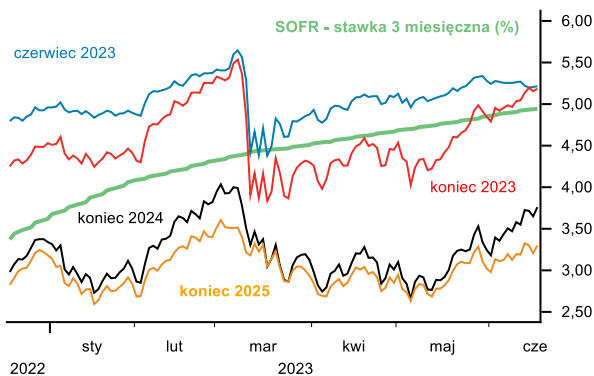
Mimo że Fed nie podwyższył stóp procentowych po raz pierwszy od marca 2022 roku, nie musi to oznaczać, że cykl zaciężania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych dobiegł końca. Członkowie FOMC przewidują, że stopy procentowe mogą do końca roku wzrosnąć jeszcze dwukrotnie. Tymczasem, prezes EBC Christine Lagarde powiedziała, że jest bardzo prawdopodobne, że w lipcu stopy procentowe w strefie euro ponownie zostaną podwyższone. W dłuższej perspektywie decyzje europejskich władz monetarnych mają zależeć od napływających danych.

Po posiedzeniach rynkowa wycena dostosowała się do bardziej restrykcyjnego tonu komunikacji. W USA w scenariuszu bazowym przewidywana jest podwyżka stóp procentowych o 25pb w lipcu. Jednocześnie rynek zakłada, że w grudniu Fed może rozpocząć obniżanie stóp procentowych, a docelowo (koniec 2025 roku) prognozowany jest spadek stóp procentowych do poziomu około 3,25% (w poprzednich miesiącach okresowo wyceniany był spadek nawet do poziomu 2,50%).

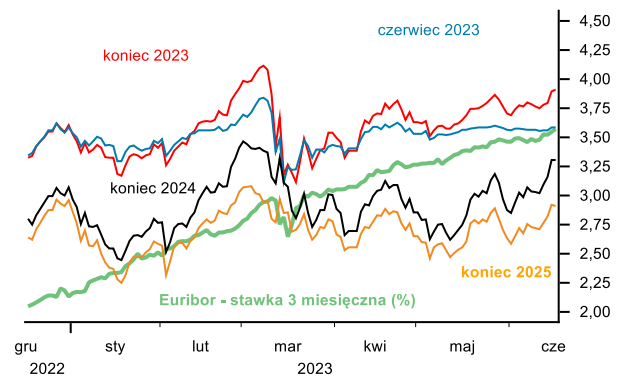
W strefie euro oczekiwana jest jeszcze jedna podwyżka stóp procentowych o 25pb w lipcu. Rynek szacuje prawdopodobieństwo dodatkowej podwyżki o 25pb przed końcem roku na około 50%. Pierwsza obniżka przez EBC przewidywana jest w połowie przyszłego roku. Docelowo (koniec 2025 roku) stopa depozytowa szacowana jest na około 2,75% - 3%.

Podobnie jak rynek ekonomiści BNP Paribas Markets 360 zakładają jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych w USA o 25pb w lipcu, a następnie ich stabilizację do końca roku. Początku obniżek spodziewają się w pierwszym kwartale przyszłego roku. W strefie euro analitycy grupy przewidują jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych, o 25pb każda, na dwóch najbliższych posiedzeniach EBC w lipcu i wrześniu. Luzowanie polityki pieniężnej może w ich ocenie rozpocząć się w połowie 2024 roku.

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 rynkowymi przewidywaniami, Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) podjął na posiedzeniu w środę 14 czerwca decyzję o utrzymaniu stawki funduszy federalnych (*fed funds rate*) w przedziale 5 – 5,25%. Mimo braku podwyżki, ubiegłotygodniowe spotkanie Komitetu miało dość jastrzębi wydzwięk.

Istotnie w górę zrewidowane zostały prognozy członków FOMC dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych. Obecnie mediana oczekiwani zakłada jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych o 25pb przed końcem roku, podczas gdy w marcu decydenci przewidywali wzrost stóp procentowych jedynie do obecnego poziomu (5 – 5,25%). Co istotne jedynie 2 z 18 członków gremium uważa, że stopy procentowe w USA nie powinny być już podnoszone.

W trakcie swojej konferencji Prezes Fed Jerome Powell podkreślał, że przedstawiony w prognozie członków FOMC scenariusz nie jest zapowiedzią dalszych działań, a faktyczne dalsze ruchy Komitetu zależą będą od sytuacji gospodarczej. Zaznaczył też, że decyzja o tym co zrobić ze stopami procentowymi na najbliższym posiedzeniu 26 lipca, także jeszcze nie zapadła. Odnosząc się do wpływu wyższych stóp procentowych na gospodarkę, prezes Powell zwrócił uwagę na opóźnienia z jakimi zacieśnienie polityki pieniężnej oddziałuje na aktywność gospodarczą, a w konsekwencji na inflację. W tym kontekście wskazał on, że mocniejszy wpływ dotychczasowych podwyżek może być widoczny dopiero w najbliższych miesiącach.

Rewizji w górę przewidywanej przez FOMC ścieżki stóp procentowych towarzyszyły także inne zmiany w prognozach. W krótkim horyzoncie członkowie Komitetu obecnie spodziewają się szybszego wzrostu gospodarczego, wyższej inflacji bazowej oraz niższej stopy bezrobocia.

Analicyści BNP Paribas Markets 360 prognozują, że FOMC zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych o 25pb na najbliższym lipcowym posiedzeniu. Jednocześnie są oni zdania, że Fed może być nieco zbyt optymistyczny w ocenie aktywności gospodarczej i zbyt pesymistyczny, jeśli chodzi o perspektywy inflacyjne w USA. W tym świetle przewidują oni, że od lipca do konca bieżącego roku stopy procentowe pozostaną stabilne, a pierwszej obniżki spodziewają się w pierwszym kwartale przyszłego roku.

## Europejski Bank Centralny

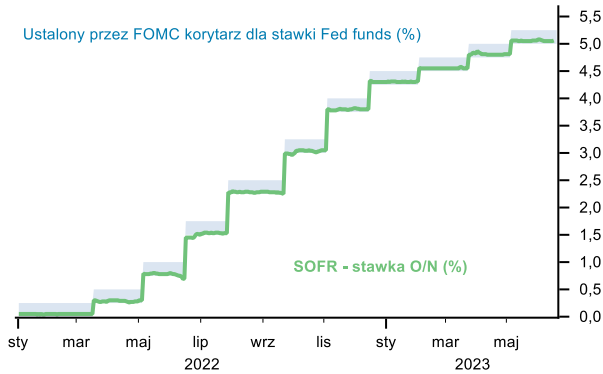
Na posiedzeniu w czwartek 15 czerwca, Rada Prezesów EBC podniosła stopy procentowe o 25pb, w tym stopę depozytową do poziomu 3,50%. Podobnie jak w przypadku posiedzenia Fedu, decyzji towarzyszyła publikacja nowych prognoz makroekonomicznych. Istotnie w górę zrewidowane zostały prognozy inflacji bazowej w strefie euro, w tym i w przyszłym roku (+0,5%). Obawy o uporczywość inflacji w europejskiej gospodarce, wynikające przede wszystkim z szybko rosnących jednostkowych kosztów pracy, są istotnym czynnikiem motywującym do dalszych podwyżek stóp procentowych.

W trakcie konferencji Prezes EBC Christine Lagarde podkreśliła, że jest bardzo prawdopodobne, iż Rada Prezesów zdecyduje się na kolejną podwyżkę stóp procentowych na kolejnym posiedzeniu 27 lipca. Nie wskazała ona natomiast jasno jak może wyglądać profil stóp procentowych w dłuższej perspektywie. Odrzuciła ona jednak raczej scenariusz przerwy w cyklu podwyżek, a następnie powrotu do zacieśniania polityki pieniężnej, co sugeruje, że jeśli warunki monetarno-finansowe mają być dalej zaostrzane, to może mieć to miejsce we wrześniu.

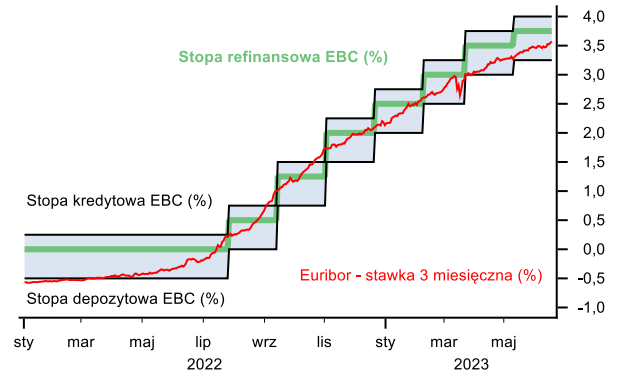
Taki scenariusz jest spójny z obecną prognozą analityków BNP Paribas Markets 360, którzy prognozują jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych po 25pb każda w lipcu i wrześniu, które doprowadzą stopę depozytową EBC do poziomu 4%. Ekonomści grupy uważają, że do października niższa presja inflacyjna i słabnący wzrost gospodarczy skłonią decydentów do zakończenia cyklu podwyżek, choć nie wykluczają, że nawet wtedy ton komunikacji może pozostawać relatywnie jastrzębi, ze względu na to, że inflacja wciąż utrzymać się będzie powyżej wynoszącego 2% celu inflacyjnego EBC. Jednocześnie spodziewają się oni, że luzowanie polityki pieniężnej w strefie euro może rozpocząć się najwcześniej w połowie przyszłego roku.



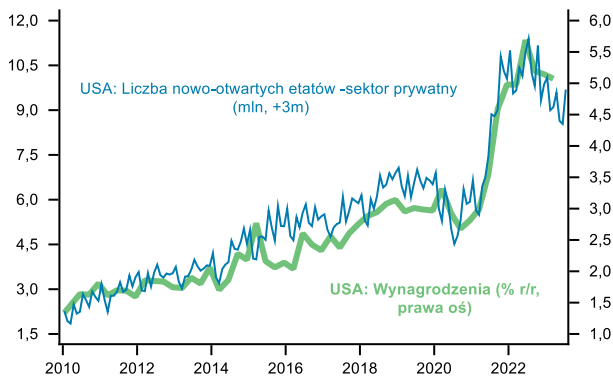
### Wykres 3: Stopy procentowe Fed i stawka SOFR O/N



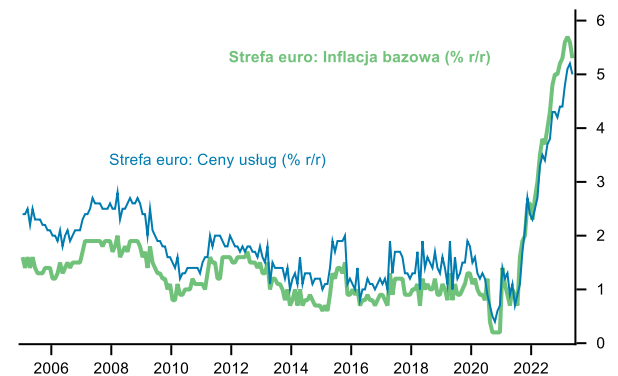
### Wykres 4: Stopy procentowe EBC i 3-miesięczna stawka Euribor



### Wykres 5: Rynek pracy w USA wciąż rozgrzany



### Wykres 6: Trwała inflacja w strefie euro



### Wykres 7: Projekcja Fed (czerwiec 2023)

Podsumowanie projekcji ekonomicznych Fed				
Zmienne	2023	2024	2025	Długi horyzont
Wzrost PKB (% r/r)	1,0	1,1	1,8	1,8
Inflacja PCE (% r/r)	3,2	2,5	2,1	2,0
Inflacja bazowa (% r/r)	3,9	2,6	2,2	-
Stopa bezrobocia (%)	4,1	4,5	4,5	4,0
Stopa Fed funds (%)	5,6	4,6	3,4	2,5

### Wykres 8: Projekcja EBC (czerwiec 2023)

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

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 jakiegokolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiegokolwiek 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.