



## Fed i EBC: Ekwilibrystyka banków centralnych

Pomimo turbulencji w sektorze bankowym, podczas marcowych posiedzeń Rezerwa Federalna (Fed) i Europejski Bank Centralny (EBC) zdecydowały się ponownie zaostrzyć politykę pieniężną. Zgodnie z konsensusem rynkowym Fed podniósł stawkę funduszy federalnych (*fed funds rate*) o 25pb do 4.75-5.00%, zaś EBC podwyższył stopę depozytową o 50pb do poziomu 3%.

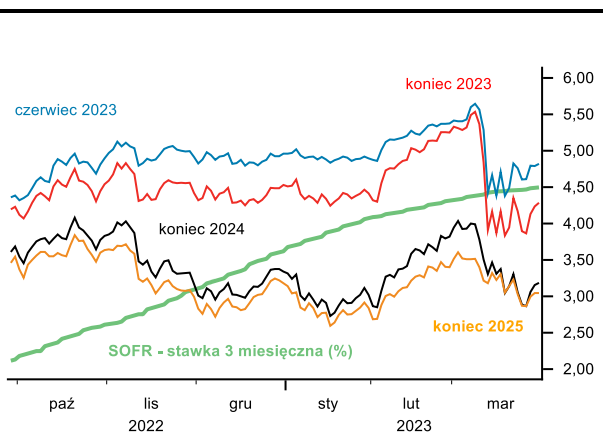
Upadek banku Silicon Valley Bank w USA, kłopoty innych amerykańskich instytucji finansowych a także konieczność przejęcia banku Credit Suisse - drugiego największego banku w Szwajcarii – przez UBS spowodowały jednak wzrost niepewności na rynkach finansowych i rewizję oczekiwanej przyszłej ścieżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.

Jeszcze na początku marca wycena rynkowa wskazywała po obu stronach Atlantyku na dwie – trzy podwyżki stóp procentowych w drugim/trzecim kwartale bieżącego roku. Tymczasem obecne przewidywania sugerują, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej w USA zakończył się w marcu, a począwszy od lipca/wrzesnia możliwe są obniżki stóp procentowych. W strefie euro natomiast zakładana jest jeszcze jedna podwyżka stóp procentowych o 25pb w maju a następnie ich stabilizacja w dalszej części roku.

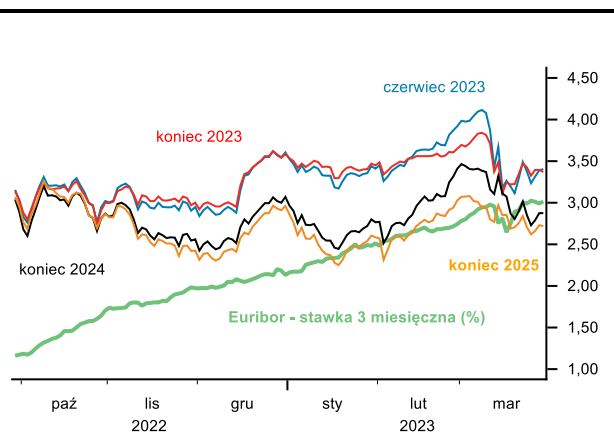
Ekonomiści Grupy BNP Paribas również uważają, że ostatnie wydarzenia w sektorze bankowym mogą ograniczyć przestrzeń do kontynuowania zaostrzania polityki monetarnej przez główne banki centralne. W przypadku USA prognoza analityków BNP Paribas mówiąca o wzroście stawki *fed funds* do poziomu 5.50 – 5.75% została zrewidowana w dół do 5.0%-5.25%. Uważają oni, że w maju Fed może podwyższyć stopy procentowe ostatni raz o 25bp. Zaznaczamy jednak, że przyszłe decyzje Fedu będą w dużej mierze zależec od tego na ile silnie ostatnie perturbacje w sektorze bankowym przełożyły się na warunki kredytowania dla gospodarki.

W strefie euro analitycy BNP Paribas prognozują, że stopa depozytowa wzrośnie do końca drugiego kwartału jeszcze o 50pb do 3.50% (dwie podwyżki po 25pb na posiedzeniach w maju i czerwcu) a następnie pozostanie na niezmiennym poziomie do końca 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

Marcowe posiedzenie (22 marca) Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) przykuwało szczególną uwagę ze względu na turbulencje w amerykańskim sektorze bankowym w poprzedzających je tygodniach. Jednym z czynników, który doprowadził do upadku (10 marca) Silicon Valley Bank (SVB) był znaczący spadek cen posiadanych przez tę instytucję obligacji skarbowych, który z kolei jest w głównej mierze wynikiem trwającego cyklu podwyżek stóp procentowych. Biorąc to pod uwagę rynek zastanawiał się czy aspekt ten nie wpłynie na marcową decyzję FOMC i na przykład nie skłoni Komitetu do wstrzymania się z podwyżką.

W chwili podejmowania decyzji przez członków FOMC sytuacja w sektorze bankowym była jednak względnie ustabilizowana i nie nosiła znamion ryzyka systemowego. Szybka decyzja (12 marca) Departamentu Skarbu USA, aby zagwarantować depozyty wszystkich depozytariuszy banku SVB (zgodnie z amerykańskim prawem systemem gwarancji objęte są depozyty do 250 tys. dolarów) a także uruchomienie przez Fed dodatkowego programu dającego bankom możliwość uzyskania rocznej pożyczki od Rezerwy Federalnej pod zastaw obligacji skarbowych (i innych zakwalifikowanych instrumentów) wycenianych po wartości nominalnej a nie rynkowej przeciwdziałały wzmóženemu odpływowi depozytów z banków i wsparły sytuację płynnościową sektora.

W efekcie zgodnie z konsensusem rynkowym FOMC na marcowym posiedzeniu zdecydował się podnieść stopę funduszy federalnych o 25pb do przedziału 4.75-5.00%. W towarzyszącej decyzji komunikacie członkowie Komitetu wskazali że „*pewne dodatkowe zaostrożenie polityki pieniężnej może być właściwe, aby była ona wystarczająco restrykcyjna by z czasem doprowadzić inflację do poziomu 2%*”. Fragment ten sugeruje, że amerykańskie władze monetarne mimo wystąpienia napięć w sektorze bankowym wciąż rozważają kontynuację podwyżek stóp procentowych.

Prezes Fed Jerome Powell wskazał jednak, że wynikające z sytuacji w sektorze bankowym ewentualne zaostrożenie warunków kredytowania może w praktyce być ekwiwalentem dalszych podwyżek stóp procentowych. Choć zaznaczył on, że jest zbyt wcześnie aby ocenić na ile bardziej restrykcyjne warunki finansowania mogą wpłynąć na sytuację gospodarczą to wskazał, że czynnik ten może być równoważny podwyżkom o 25-50pb. W tym świetle wydaje się, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej w USA może zbliżyć się do końca. Uważamy więc, że czeka nas w USA już tylko jedna podwyżka stóp procentowych o 25pb w maju.

## Europejski Bank Centralny

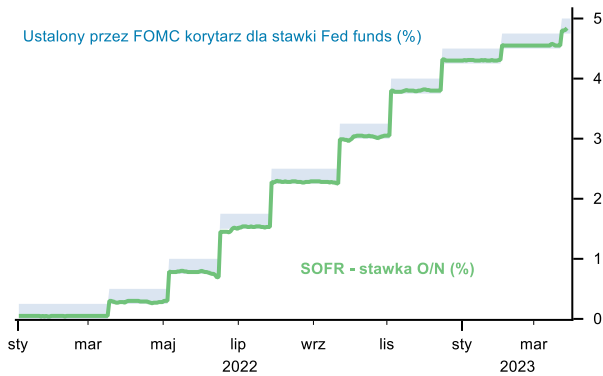
Z racji, że turbulencje w sektorze bankowym dotyczą głównie Stanów Zjednoczonych decyzja Europejskiego Banku Centralnego (EBC) na posiedzeniu w czwartek 16 marca wydawała się być obciążona mniejszą niepewnością. Zgodnie z oczekiwaniami Rada Prezesów EBC podniosła stopy procentowe o 50pb, w tym stopę depozytową do 3%. Jednocześnie Rada nie zapowiedziała żadnych kolejnych ruchów uzależniając swoje przyszłe decyzje od aktualnej sytuacji rynkowej i gospodarczej. Nowe projekcje przygotowane przez analityków Banku okazały się być nieco bardziej gołębie. Zarówno ścieżka inflacji HICP jak i bazowej zostały zrewidowane w dół w latach 2024 – 2025 i pod koniec horyzontu projekcji znajdują się one w pobliżu poziomu 2%.

W swojej komunikacji EBC podkreślił stabilność sektora bankowego w strefie euro. Jednocześnie Prezes EBC Christine Lagarde zaznaczyła, że Bank nie stoi przed wyborem pomiędzy stabilnością systemu finansowego a inflacją bo posiada instrumenty aby zapewnić zarówno poprawne funkcjonowanie krwioobiegu gospodarki jak i ograniczyć dynamikę cen konsumpcyjnych.

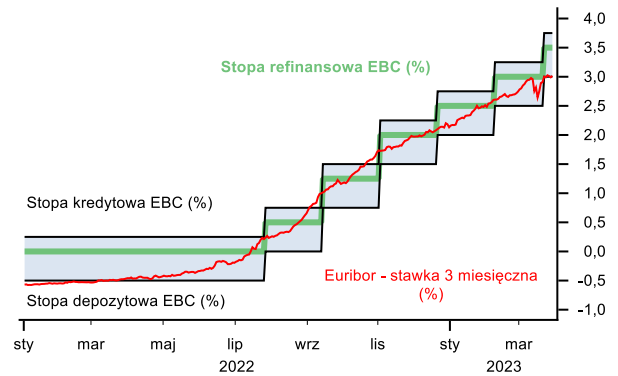
Wydaje się, że sytuacja w europejskim sektorze bankowym jest stabilna, na co wskazywała też członkini Zarządu EBC Isabel Schnabel, mówiąc, że w europejskich bankach nie zaobserwowano w ostatnim okresie wzmóženego odpływu depozytów, który mógłby doprowadzić do napięć w sektorze. Podobnie jak w USA nie można jednak wykluczyć zaostrożenia przez banki polityki kredytowej, co ograniczałoby skalę potrzebnych dalszych podwyżek stóp procentowych. W rezultacie analitycy BNP Paribas Markets 360 prognozują, że stopa depozytowa wzrośnie do końca II kwartału jeszcze o 50pb do 3.50% a następnie pozostanie na niezmiennym poziomie do końca roku.



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



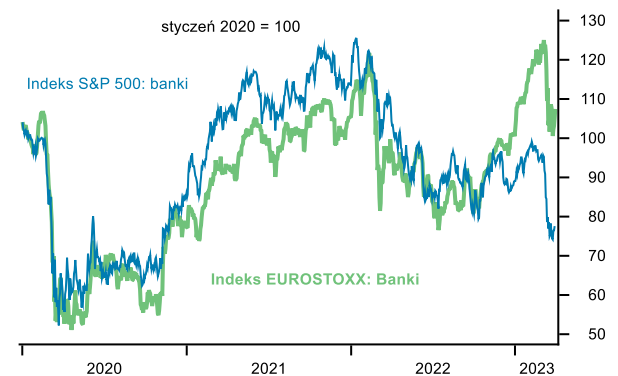
**Wykres 4: Stopy procentowe EBC i 3-miesięczna stawka Euribor**



**Wykres 5: Warunki finansowe w USA**



**Wykres 6: Sektor bankowy w USA i strefie euro**



**Wykres 7: Projektcja Fed (marzec 2023)**

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

**Wykres 8: Projektcja EBC (marzec 2023)**

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

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.