

CitiWeekly

Rentowności obligacji w USA blisko 5%

■ W minionym tygodniu obserwowaliśmy wzmożoną zmienność na amerykańskim rynku stopy procentowej. Rentowności 10-letnich obligacji US Treasury, które są traktowane jako najpopularniejszy benchmark, do którego porównywane są inne instrumenty dłużne, przekroczyły poziom 5% po raz pierwszy od lipca 2007 roku.

■ Po uspokojeniu sytuacji w amerykańskim sektorze bankowym i poprawie apetytu na aktywa ryzykowne, rentowności obligacji 10-letnich wzrosły od początku kwietnia o blisko 175 pb. Tak silny ruch do pewnego stopnia wynika z działań Rezerwy Federalnej, która od początku roku podniosła stopę funduszy federalnych o 100 pb do 5,5% i uważa, że do realizacji celu polityki pieniężnej konieczne będzie utrzymanie stóp procentowych na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas. Silny wzrost rentowności amerykańskich obligacji stanowi istotne zacieśnienie warunków monetarnych, co było już podkreślane przez niektórych członków Fed i może stanowić argument za brakiem kolejnych podwyżek stóp procentowych w USA.

■ Polityka pieniężna nie jest jednak jedynym czynnikiem wpływającym na poziom rynkowych stóp w USA. Wśród wielu ekonomistów panuje przekonanie, że powrót inflacji do 2% celu Fed bez wywołania recesji może być problematyczny. Jak pokazują ostatnie dane (wykres 3 na stronie 2), amerykańska gospodarka radzi sobie bardzo dobrze, a wynika to w dużym stopniu z dobrej sytuacji konsumentów. Wciąż nie widać również sygnałów istotnego poluzowania sytuacji na rynku pracy.

■ Dalsza presja na wzrosty na amerykańskiej krzywej dochodowości mogłaby wynikać z obaw związanych z dużą podażą obligacji skarbowych przy jednoczesnym zmniejszaniu udziału tych instrumentów w bilansie Rezerwy Federalnej.

■ Uważamy, że rentowności amerykańskich obligacji 10Y mogły już osiągnąć swój szczyt i do końca roku możliwy jest ich powrót w okolice 4,50%. Naszym zdaniem Fed jasno sygnalizuje ograniczoną przestrzeń do podwyżek stóp procentowych, a już w przyszłym roku kontrakty pochodne wskazują na obniżki stóp o łącznej skali 75 pb. Jak sugerują komentarze członków Fed, w ostatnich latach prawdopodobnie wzrosła tzw. neutralna stopa procentowa, jednak jej poziom implikowany w rentownościach obligacji skarbowych może być przesadnie wysoki. Wreszcie, choć wzrost gospodarczy pozostaje wysoki, aktywność w kolejnych kwartałach zapewne będzie jednak słabnąć, zdejmując presję z rynku obligacji.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mroccka

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,52	4,35	5,26	1,04	5,50	2,25	4,50
IV KW 24	4,58	4,24	5,20	1,08	5,00	1,75	4,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 19.10.2023 r. Pozostałe prognozy z 20.10.2023 r.

Wykres 1. Po silnym wzroście rentowności obligacji w USA oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą korektę tego ruchu.



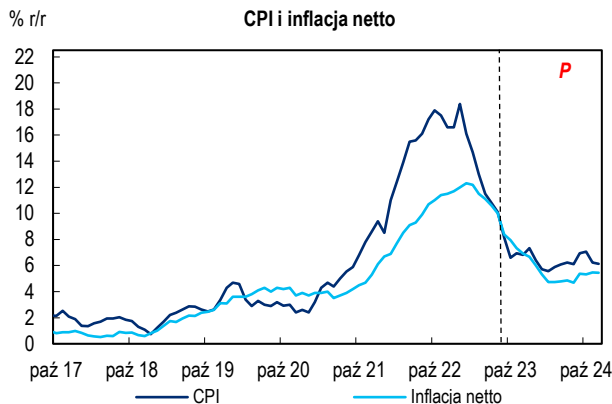
Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

Spis treści

	Nr str.
- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Co dalej z inflacją?



■ We wtorek poznamy wstępny szacunek inflacji za październik. Sądzymy, że wskaźnik CPI obniżył się do 6,6% r/r z 8,2% r/r we wrześniu. Z naszych wyliczeń wynika, że ceny paliw spadły o 2% m/m, a powyborczy efekt podwyżek cen na stacjach uwidoczni się dopiero w listopadzie. Zakładamy, że inflacja bazowa obniżyła się z 8,4% r/r we wrześniu do 7,9% r/r w październiku. Oczekujemy, że trend dezinflacyjny spowolni w nadchodzących miesiącach, a inflacja utrzyma się na poziomie 6-7% r/r do końca 2024 roku.

■ Biorąc pod uwagę fakt, że NBP opublikuje swój raport o inflacji na początku listopada, RPP może jeszcze bardziej stonować gołębie oczekiwania odnośnie polityki pieniężnej w nadchodzącym roku. Wyniki wyborów parlamentarnych są jednym z powodów, które w naszej ocenie mogą doprowadzić do wyższych od oczekiwań Rady stóp procentowych pod koniec przyszłego roku.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Od miesięcy dane napływające z USA pozytywnie zaskakują

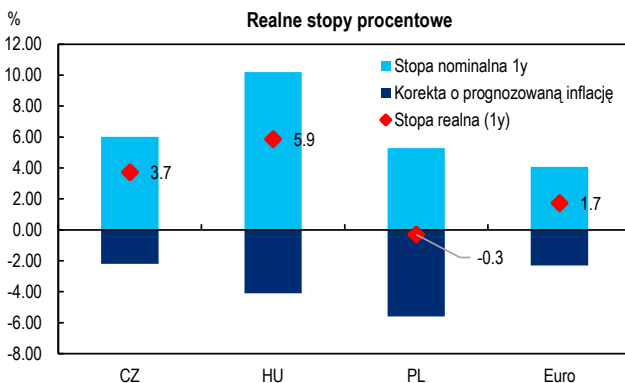


■ EBC w październiku pozostawił stopy procentowe bez zmian (stopa depozytowa 4%), wpisując się w nasz scenariusz, który zakłada, że cykl podwyżek w strefie euro dobiegł już końca. Słaba aktywność w niemieckiej gospodarce sugeruje, że stagnacja/recesja może potrwać dłużej, co powinno ostatecznie pomóc obniżyć inflację. Oczekujemy, że stopy w strefie euro pozostaną bez zmian w najbliższych miesiącach, a do pierwszej obniżki dojdzie w 2Q 24.

■ Ciekawie rysuje się sytuacja w Stanach Zjednoczonych, gdzie od miesięcy dane o aktywności gospodarczej systematycznie zaskakują (wykres 3). Opublikowane w minionym tygodniu dane pokazały, że wzrost gospodarczy w III kwartale w Stanach sięgnął 4,9% (w ujęciu zannualizowanym), wyraźnie przebijając oczekiwania. Chociaż Fed najprawdopodobniej zakończył cykl podwyżek, dobre dane z amerykańskiej gospodarki sugerują, że ryzyko dalszego zacieśnienia nie może być zupełnie wykluczone.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 4. Pomimo wzrostu stóp rynkowych, realne stopy w Polsce wciąż niższe niż w regionie



■ Z kolei w Europie Środkowej banki centralne wchodzą na dobre w fazę łagodzenia polityki pieniężnej. Węgierski MNB obniżył w minionym tygodniu stopę bazową o 75 pb do 12,25%. Skala obniżki była zgodna z naszymi oczekiwaniami, choć nieco większa od konsensusu rynkowego. Sygnały płynące z MNB sugerują, że cykl cięć może potrwać, a kolejna zmiana w podobnej skali jest możliwa już za miesiąc.

■ Na szybkie obniżki na Węgrzech pozwala znaczny spadek inflacji, a także fakt, że realne stopy procentowe są bardzo wysokie (wykres 4).

■ Podobne argumenty przemawiają za łagodzeniem polityki pieniężnej w Czechach. Choć CNB dotychczas odkładał tę decyzję, moment pierwszego cięcia zbliża się. Oczekujemy, że czeskie stopy zostaną obniżone o 25pb już w najbliższy czwartek.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Bloomberg

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
30 paź PONIEDZIAŁEK							
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	X	3,7	4,0	4,5
31 paź WTOREK							
8:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	0,4	0,5	-1,2
8:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	IX	--	--	-2,3
9:00	CZ	PKB - wstępny odczyt	% r/r	3Q	-0,3	-0,3	-0,6
10:00	PL	Inflacja CPI - wstępny odczyt	% r/r	X	6,6	--	8,2
11:00	EUR	Inflacja HICP - wstępny odczyt	% r/r	X	3,1	3,1	4,3
11:00	EUR	PKB - wstępny odczyt	% kw/kw	3Q	-0,1	-0,1	0,1
15:00	USA	Indeks zaufania konsumentów	pkt	pkt	102,3	100,0	103,0
01 lis ŚRODA							
9:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	X	--	--	47,4
9:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	X	42,8	--	41,7
14:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	X	--	--	50,0
15:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	X	49,2	48,6	49,0
15:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	IX	9,48	9,215	9,61
19:00	USA	Decyzja Fed	%	X	5,25-5,5	5,25-5,5	5,25-5,5
02 lis CZWARTEK							
9:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	X	--	--	43,9
9:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	X	--	40,7	40,7
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	X	43,0	43,0	43,0
13:30	USA	Wnioski o zasiłki dla bezrobotnych	tys.	tyg.	216	210	210
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	XI	6,75	--	7,00
15:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	IX	--	1,9	1,2
03 lis PIĄTEK							
13:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VIII	160	185	336
13:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	VIII	3,7	3,8	3,8
13:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VIII	0,3	0,3	0,2
15:00	USA	ISM dla usług	pkt	X	52,4	53,2	53,6

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	682	692	787	829
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.355	3.640
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	20.677	21.824
Populacja (mln)	38.4	38.4	38.4	38.3	38.1	38.1	38.1	38.0
Stopa bezrobocia (%)	6.6	5.8	5.2	6.3	5.4	5.2	5.6	5.6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	5.9	4.4	-2.0	6.9	5.1	0.1	3.3
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	7.9	0.7
Konsumpcja (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	1.1	4.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-0.2	5.1
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	-1.9	3.7
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-6.3	5.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.8	6.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.6	6.3
Płace nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	10.5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3.5	7.4	4.7	4.7	5.3	1.2	2.5	5.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	0.10	1.75	6.75	5.50	5.00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.69	5.13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.85	5.45
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	4.35	4.24
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.26	4.39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.52	4.58
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.58	4.57
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.6	10.0	2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	1.3	0.3
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	6.5	1.6
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	357.2	376.3
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	350.6	374.7
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	41.7	44.4
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-36.3	-41.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.8	-5.1
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.1	-3.9	-2.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	41.3	42.1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażystka

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 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 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.