

dr Mirosław Budzicki
Strateg
miroslaw.budzicki@pkobp.pl
t: 22 521 87 94

Podtrzymujemy prognozę, że krzywe dochodowości polskich obligacji utrzymają się w kolejnych kwartałach w długoterminowym trendzie spadkowym. W efekcie do końca roku rentowności 2-letnich papierów obniżą się do 4,80%, 5-letnich do 5,00% a 10-letnich do 5,50%. Zakładamy, że jednocześnie utrzymają się podwyższone ASW.

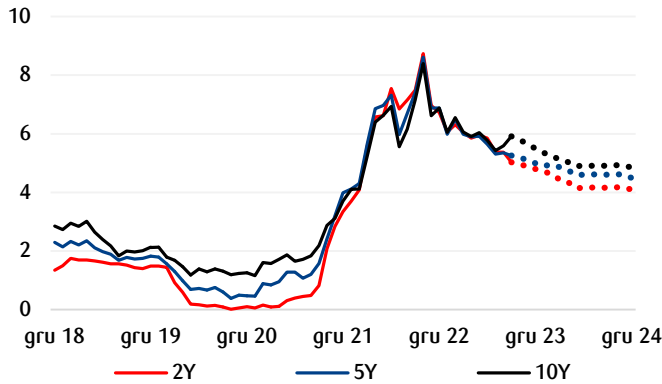
Za niższymi rentownościami obligacji przemawia zakładana przez nas zdecydowana redukcja stóp procentowych przez RPP w kolejnych kwartałach, gwałtowna dezinflacja na przełomie 2023/2024 i solidny popyt zgłaszany przez krajowe instytucje finansowe. Podwyższona podaż na rynku pierwotnym może co najwyżej wyhamować skalę spadków rentowności obligacji. W naszej ocenie krajowy rynek długu wesprze zmiana trendów globalnych będąca konsekwencją końca cyklu podwyżek stóp procentowych w państwach rozwiniętych i postępującego procesu dezinflacji.

Inflacja w Polsce według wstępnych danych wyniosła 8,2% r/r we wrześniu. W kolejnych miesiącach powinna ona kontynuować trend spadkowy osiągając 7% na koniec 2023 r. i 5% na przełomie Q1/Q2 2024 r. Dezinflacja pozwoli RPP zredukować stopy procentowe na kolejnych posiedzeniach i taki też scenariusz sugerują wypowiedzi członków Rady. Za luzowaniem polityki pieniężnej dodatkowo przemawia osłabienie koniunktury gospodarczej widoczne w ostatnich kwartałach będące skutkiem spadku realnych dochodów gospodarstw domowych, spowolnienia globalnej gospodarki i mocnego wyhamowania akcji kredytowej. Dlatego zakładamy, że nawet przy bardziej umiarkowanej retoryce RPP rynek instrumentów pochodnych wciąż będzie wyceniał obniżki stopy referencyjnej NBP w połowie 2024 r. w okolice 4%. Wspomniane wyceny rynkowe pośrednio wspierać może też to, że podobne tendencje widać będzie w pozostałych państwach regionu CEE-4, gdzie banki centralne również powinny zdecydowanie luzować politykę pieniężną w najbliższych kwartałach.

Biorąc pod uwagę zapowiedziany wzrost deficytu budżetowego Polski w 2024 r. do 164,8 mld PLN (o 73 mld PLN) oczekiwać można wyższej podaży obligacji skarbowych w najbliższych miesiącach. Miesięczną sprzedaż hurtowych papierów na aukcjach szacujemy na 15 mld PLN (jedynie w grudniu na 7 mld PLN). Podwyższona podaż będzie ciążyła rynkowi długu i sprzyjać utrzymywaniu szerszych ASW szczególnie na dłuższym końcu krzywej. Popyt zapewne wciąż pochodzić będzie głównie od krajowych inwestorów finansowych i wesprze go napływ środków z tytułu zapadających obligacji i wypłaty odsetek. Tylko w październiku inwestorzy otrzymają ponad 22 mld PLN dzięki wykupowi DS1023 i odsetkom. Z kolei skumulowana wartość odsetek od października do końca 2024 r. wyniesie blisko 40 mld PLN. Do tego inwestorzy otrzymają środki z wykupu papierów PFR0324 (16,3 mld PLN). Zapewne większość z tych środków powróci na rynek długu i zabezpieczy go w sytuacji braku napływu kapitału zagranicznego.

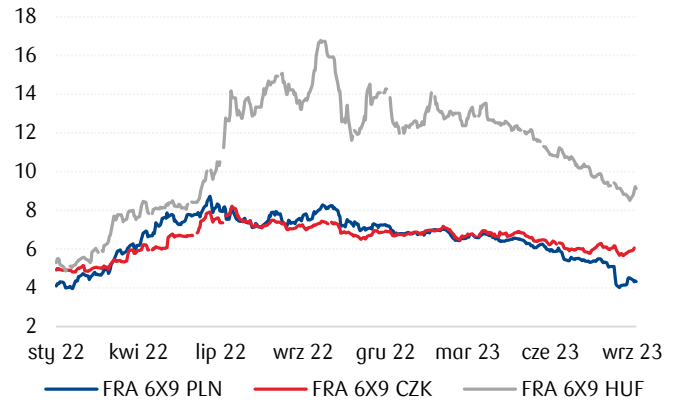
Po okresie gwałtownych wzrostów rentowności obligacji na świecie na przełomie 2023/2024, prawdopodobna staje się zmiana nastrojów i początek dłuższego trendu spadkowego. Można oczekiwać, że retoryka banków centralnych ulegnie złagodzeniu i otworzy się przestrzeń do długoterminowych spadków dochodowości na rynku amerykańskich i niemieckich obligacji. W efekcie zakładamy, że notowania US Treasuries spadną na koniec 2023 r. do 4,30%, natomiast Bundów do 2,50%. Taki scenariusz wsparłby rynki papierów dłużnych w regionie CEE. Choć nie można jeszcze wykluczyć korekty w polityce pieniężnej w tym roku, to zarówno Fed jak i inne banki centralne w Europie mogą mocniej zaakcentować koniec cyklu podwyżek stóp procentowych. Wówczas inwestorzy skoncentrują się już mocniej na perspektywie ich obniżek od połowy 2024 r. Ten scenariusz wzmocnią będąc informacja potwierdzające kontynuację dezinflacji i konsekwentny powrót inflacji w kierunku celów inflacyjnych banków centralnych (ten powrót sygnalizują też wyceny instrumentów pochodnych), co nastąpić może już w 2024 r. Dodatkowo ostatnie odczyty indeksów wyprzedzających koniunkturę w USA i w Europie zasignalizowały pogorszenie się nastrojów w biznesie. Widzimy też osłabienie popytu na kredyt na skutek wzrostu kosztu pieniądza i słabszej aktywności gospodarczej. Czynnikiem ryzyka pozostają ewentualna bardziej zdecydowana postawa banków centralnych w walce z inflacją, rosnące ceny surowców energetycznych, wysoka podaż papierów dłużnych na rynku pierwotnym w USA oraz redukcja bilansów przez główne banki centralne świata.

Wykres 1. Krzywa dochodowości polskich obligacji w 2024 r. powinna spaść poniżej 5%.



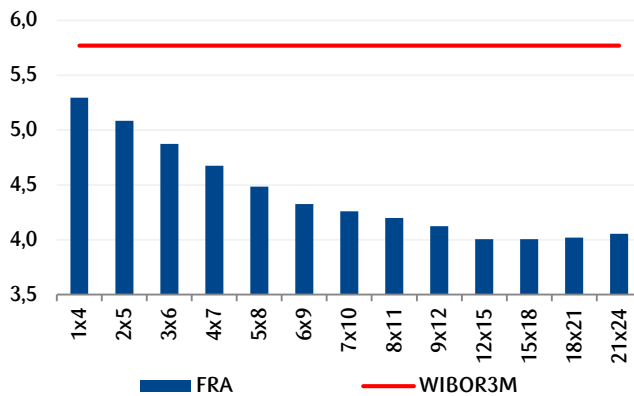
Źródło: Refinitiv, PKO Bank Polski – prognoza

Wykres 2. Notowania kontraktów FRA w regionie CEE-3 wracają do poziomów z początku 2022 r. wyceniając silne luzowanie polityki pieniężnej.



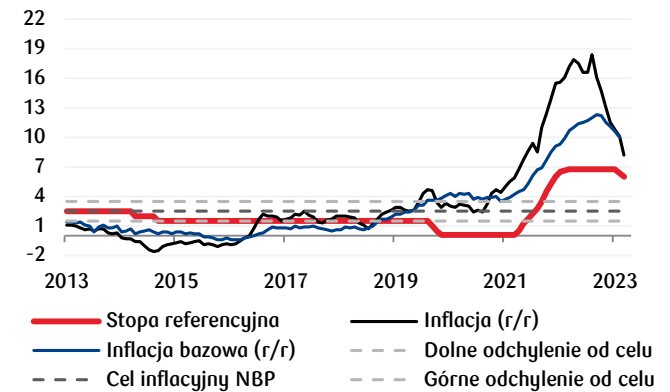
Źródło: Refinitiv

Wykres 3. Polski rynek sygnalizuje osiągnięcie docelowego poziomu stóp procentowych NBP w okolicach II połowy 2024 r.



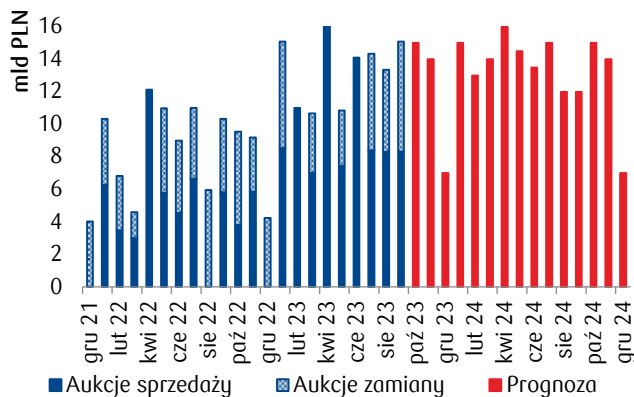
Źródło: Refinitiv

Wykres 4. Gdyby NBP nie obniżył stóp procentowych w tym roku, to od początku 2024 r. realne stopy w Polsce stałyby się dodatnie.



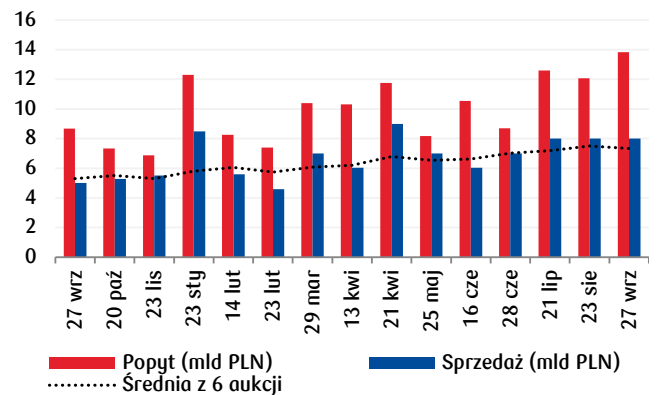
Źródło: Refinitiv

Wykres 5. Miesięczne wartości sprzedaży hurtowych obligacji skarbowych mogą wzrosnąć w okolice 14-15 mld PLN.



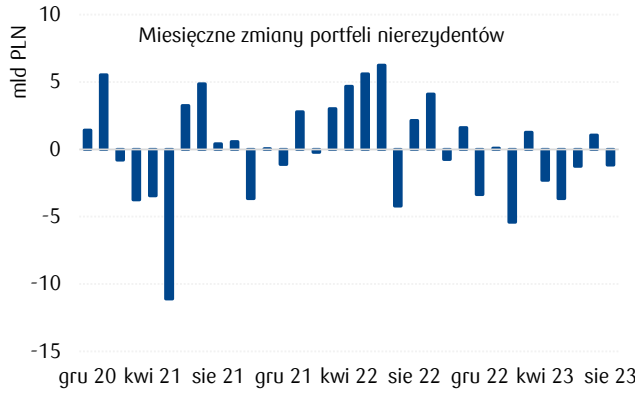
Źródło: PKO Bank Polski - prognoza

Wykres 6. Na aukcjach regularnych widać wyraźny wzrost wartości sprzedaży. Dzieje się tak przy jednoczesnym wzroście popytu ze strony krajowych instytucji finansowych.



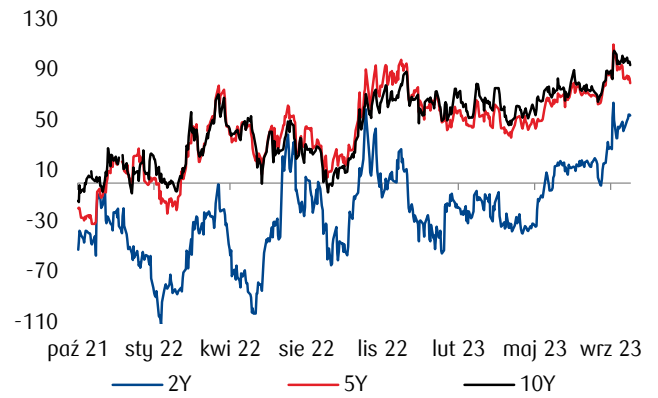
Źródło: Ministerstwo Finansów, dane bez sprzedaży dodatkowej

Wykres 7. W ostatnich kwartałach inwestorzy zagraniczni redukowali portfele polskich obligacji.



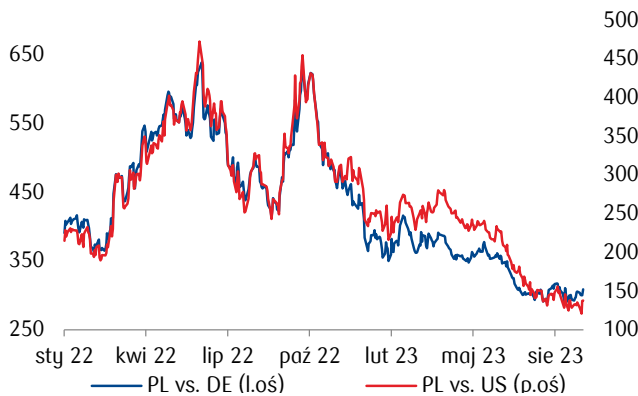
Źródło: Refinitiv

Wykres 8. Perspektywa wzrostu podaży hurtowych obligacji w najbliższych latach sprzyja rozszerzaniu się ASW.



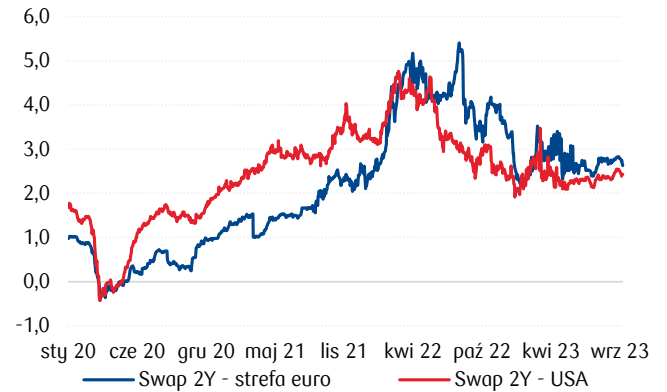
Źródło: Refinitiv

Wykres 9. Polski rynek długu zachowuje się zdecydowanie lepiej niż rynki bazowe. W efekcie w sektorze 10 lat zawężają się spready pomiędzy rentownościami polskich a amerykańskich i niemieckich obligacji.



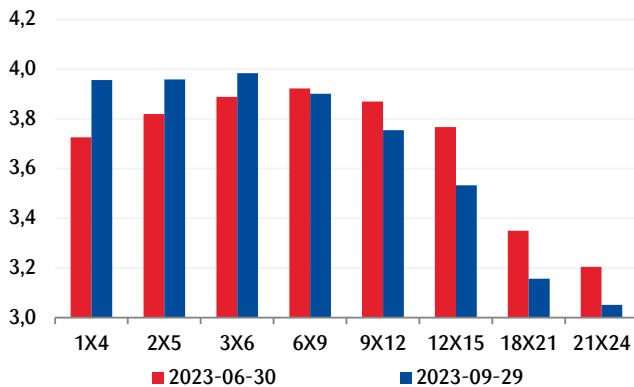
Źródło: Refinitiv

Wykres 10. Swapy inflacyjne wyceniają powrót inflacji w USA i strefie euro w okolice celów banków centralnych już w 2024 r.



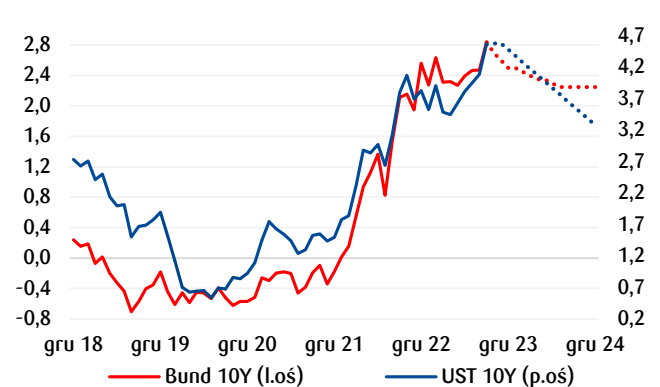
Źródło: Refinitiv

Wykres 11. Rynek FRA w strefie euro wycenia koniec cyklu podwyżek stóp procentowych. Kolejnym ruchem EBC powinna być w scenariuszu rynkowym ich obniżka.



Źródło: Refinitiv

Wykres 12. Na rynkach bazowych rentowności obligacji mogą zacząć długoterminowy trend spadkowy od przełomu 2023/2024.



Źródło: Refinitiv, PKO Bank Polski – prognoza

Prognozy dla rynku stopy procentowej.

Tabela 1 Stawki na rynku pieniężnym (% , stan na koniec okresu).

	2021	2022	1q23	2q23	3q23	4q23P	1q24P	2q24P	3q24P	4q24P
Stopa referencyjna NBP*	1,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,50	4,75	4,50	4,50	4,50
WIBOR1M	2,23	6,93	6,84	6,86	6,04	5,60	4,85	4,60	4,60	4,60
WIBOR3M	2,54	7,02	6,89	6,90	5,77	5,44	4,74	4,66	4,66	4,38
WIBOR6M	2,84	7,14	6,95	6,95	5,63	5,08	4,69	4,65	4,51	4,03
WIRON 1M	1,14	5,99	5,77	5,95	5,58	4,86	4,16	3,86	3,86	3,86
WIRON 3M	0,64	6,21	5,85	5,89	6,01	5,00	4,42	3,88	3,87	3,87
WIRON 6M	0,32	6,23	6,07	5,91	5,99	5,54	4,74	4,17	3,90	3,89
SOFR 3M USD	0,09	4,59	4,91	5,27	5,40	5,06	4,93	4,93	4,50	4,17
EURIBOR 3M	-0,57	2,13	3,04	3,58	3,95	4,01	4,01	3,75	3,49	3,23
SARON 3M CHF	-0,71	0,55	0,99	1,46	1,71	1,70	1,70	1,70	1,45	1,45

*prognoza stopy referencyjnej NBP – Departament Analiz Ekonomicznych PKO Banku Polskiego

P-prognoza

Źródło: PKO Bank Polski, Refinitiv

Tabela 2 Rentowności obligacji skarbowych na świecie (% , stan na koniec okresu).

	2021	2022	1q23	2q23	3q23	4q23P	1q24P	2q24P	3q24P	4q24P
GER 2Y	-0,64	2,72	2,69	3,26	3,20	3,18	2,99	2,73	2,47	2,28
GER 5Y	-0,46	2,56	2,32	2,58	2,77	2,75	2,70	2,62	2,41	2,27
GER 10Y	-0,18	2,56	2,30	2,39	2,84	2,50	2,40	2,30	2,25	2,20
US 2Y	0,73	4,43	4,04	4,90	5,05	5,15	4,90	4,71	4,05	3,38
US 5Y	1,26	4,00	3,58	4,16	4,61	4,40	4,10	3,90	3,41	2,88
US 10Y	1,51	3,88	3,47	3,84	4,58	4,30	4,00	3,70	3,21	2,75
CZ 10Y	2,93	5,02	4,55	4,27	4,71	4,42	3,61	3,39	3,21	3,12
HU 10Y	4,50	0,00	8,44	6,98	7,40	7,20	7,00	6,80	6,60	6,40
RO 10Y	5,21	8,35	7,49	6,89	7,10	7,00	6,90	6,80	6,70	6,60

P-prognoza

Źródło: PKO Bank Polski, Refinitiv

Tabela 3 Rentowności obligacji i spread na polskim rynku stopy procentowej (% , stan na koniec okresu).

	2021	2022	1q23	2q23	3q23	4q23P	1q24P	2q24P	3q24P	4q24P
OS 1Y	3,47	6,54	6,14	6,10	4,99	4,60	4,08	3,82	3,82	3,70
OS 2Y	3,35	6,73	6,05	5,85	5,03	4,80	4,44	4,16	4,16	4,10
OS 5Y	3,99	6,88	5,98	5,65	5,26	5,00	4,87	4,61	4,60	4,50
OS 10Y	3,71	6,88	6,07	5,78	5,92	5,50	5,13	4,91	4,90	4,85
IRS 1Y	3,69	7,31	6,89	6,35	4,83	4,70	4,28	4,02	4,02	3,90
IRS 2Y	3,93	6,92	6,37	5,72	4,48	4,30	4,14	3,86	3,86	3,80
IRS 5Y	3,75	6,16	5,50	4,98	4,51	4,20	4,07	3,81	3,80	3,70
IRS 10Y	3,55	6,15	5,44	5,03	4,98	4,60	4,23	4,01	4,00	3,95
ASW 10Y (pb)	16	73	63	75	94	90	90	90	90	90

P-prognoza

Źródło: PKO Bank Polski, Refinitiv

BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

dr Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Andrzej Kiedrowicz

t: 22 521 68 91

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

Rynek Walutowy i rynek stopy procentowej

Tomasz Marek

t: 785 065 512

tomasz.marek@pkobp.pl

Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

t: 22 521 81 65

tomasz.niewinski@pkobp.pl

Materiał został ukończony 3 października 2023 roku o godz. 10:10.

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5 wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.