

Allianz Research | 30 kwietnia 2024 r.

# Wyższa na dłużej – rentowność papierów skarbowych w USA

**Ludovic Subran**

Główny ekonomista

[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)**Pablo Espinosa Uriel**

Strateg inwestycyjny

[pablo.espinosa-urriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-urriel@allianz.com)**Björn Griesbach**

Starszy strateg inwestycyjny

[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)**Nolwen Prince**

Asystent ds. badań

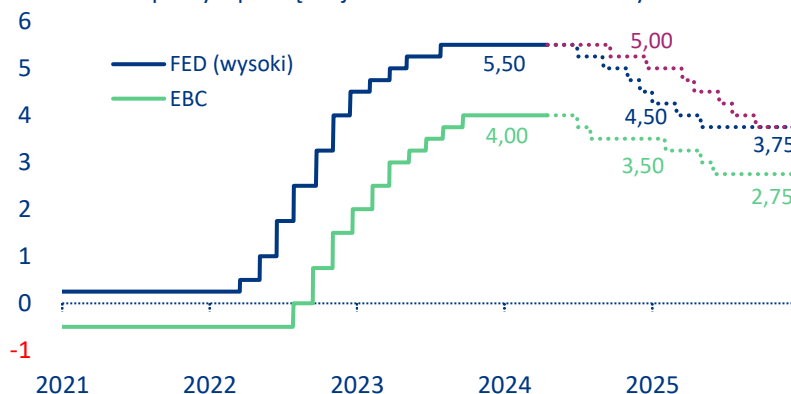
[nolwen.prince@allianz-trade.com](mailto:nolwen.prince@allianz-trade.com)

## W skrócie:

- Rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych wzrosły powyżej 4,6% w związku z oczekiwaniami wolniejszego cyklu obniżek stóp procentowych przez Fed, który niedawno przyznał, że powrót inflacji do celu zajmuje więcej czasu.
- Ale nawet jeśli Fed wprowadzi w tym roku tylko dwie obniżki stóp - w porównaniu z naszymi początkowo oczekiwanymi czterema - nadal Allianz Trade spodziewa się korekty rentowności długoterminowych obligacji z obecnych poziomów w dół.
- Rynkowe wyceny stóp docelowych są znacznie powyżej naszych szacunków, a zatem są gotowe do korekty w dół, co pociągnie w dół również rentowność długoterminowych obligacji skarbowych.

**Długoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych przekroczyły 4,6%, ponieważ ponownie wzrosły szanse na to, że Fed pozostanie na wyższym poziomie przez dłuższy czas.** Po trzech z rzędu pozytywnych niespodziankach inflacyjnych, prezes Fed Powell przyznał w zeszłym tygodniu, że powrót inflacji do celu potrwa "dłużej niż oczekiwano". Przywołuje to bolesne wspomnienia z 2022 r., kiedy to Powell przyznał, że gwałtownie rosnąca inflacja wcale nie była przejściowa, lub z III kwartału 2023 r., kiedy to po raz pierwszy pojawiła się mantra "wyżej przez dłuższy czas". Obecnie obawy o reflację (skok inflacji jako odreagowanie kształtowania się cen poniżej kosztów produkcji) nie tylko po raz kolejny doprowadziły do silnej wyprzedzaży długoterminowych obligacji (ponad 70 pb od początku roku), ale także znacznie opóźniły oczekiwania dotyczące obniżek stóp procentowych. Mimo że wskaźniki wyprzedzające, takie jak koszty produkcji w sektorze usług, wskazują na zmniejszenie presji cenowej, istnieje ryzyko mniejszej liczby cięć stóp przez Fed, niż początkowo oczekiwaliśmy. Wykres 1 przedstawia alternatywny scenariusz, w którym nasz długo utrzymywany postulat czterech kolejnych obniżek stóp procentowych, począwszy od lipca, został zrewidowany do zaledwie dwóch cięć w tym roku: pierwszej we wrześniu i drugiej w grudniu.

Wykres 1: Bazowe oczekiwania polityki pieniężnej Allianz Research i alternatywna ścieżka Fed (fioletowy), w %

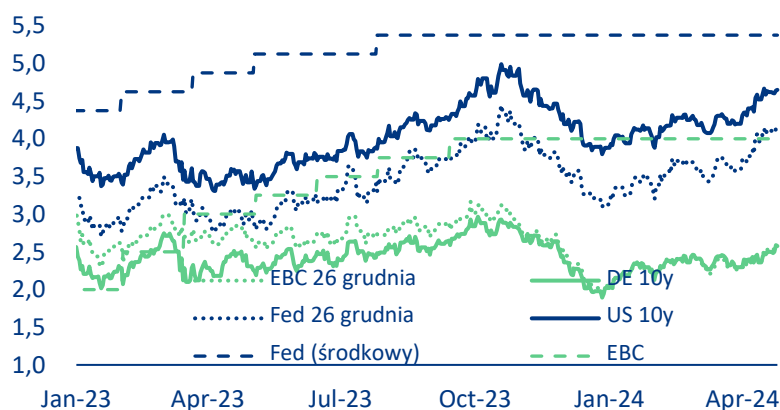


Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

Po tych cięciach o 50 pb w 2024 r. nastąpiłyby cięcia o 125 pb w przyszłym roku, kończąc na tej samej stopie końcowej 3,5-3,75%, jakiej wcześniej oczekiwano. W przypadku EBC trzymalibyśmy się naszego marcowego wezwania do tylko dwóch obniżek stóp w tym roku, a następnie czterech w przyszłym roku i stopy końcowej na poziomie 2,25%, która ma zostać osiągnięta do 2026 r.

**Rynkowe wyceny docelowych stóp procentowych są jednak nadal wyższe od naszych oczekiwań, prawdopodobna jest więc ich korekta, która prawdopodobnie pociągnie w dół również obligacje długoterminowe.** Wykres 2 przedstawia ostatnie ruchy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych i oczekiwania rynkowe dotyczące ostatecznych stóp procentowych - zarówno dla Stanów Zjednoczonych, jak i strefy euro. Nawet bez analizy statystycznej oczywiste jest, że oczekiwane stopy końcowe i rentowność długoterminowych obligacji idą obecnie w parze. W rzeczywistości delta między stopą docelową w USA a rentownością 10-letnich obligacji skarbowych od około roku waha się w wąskim przedziale około 60 pb. Ponieważ rynki wyceniają obecnie stopę docelową powyżej 4,1% (z 3,2% na początku roku) to rentowność 10-letnich obligacji również wzrosła z 3,9% do 4,6%. Obecna rynkowa wycena docelowej stopy Fed jest obecnie wyraźnie wyższa od naszych szacunków. Nadal oczekujemy, że Fed obniży docelowy zakres swojej polityki do 3,50-3,75% w ciągu najbliższych dwóch lat, nawet przy naszej zrewidowanej ścieżce polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę własne szacunki Fed dotyczące neutralnej stopy procentowej na poziomie 2,7%<sup>1</sup>, nasze oczekiwania dotyczące docelowej stopy procentowej są nadal po jastrzębiej stronie. Warto zauważyć, że rzeczywista stopa procentowa Fed była w większości poniżej stopy neutralnej przez ostatnie dziesięciolecie. W związku z tym jesteśmy przekonani, że patrząc przez pryzmat obecnej zmienności danych gospodarczych, zarówno długoterminowe rentowności, jak i stopa końcowa są gotowe do korekty, a rentowność 10-letnich obligacji skarbowych zbliży się w ciągu roku do poziomu około 4,1%.

Wykres 2: Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych i oczekiwania rynkowe dotyczące stóp docelowych



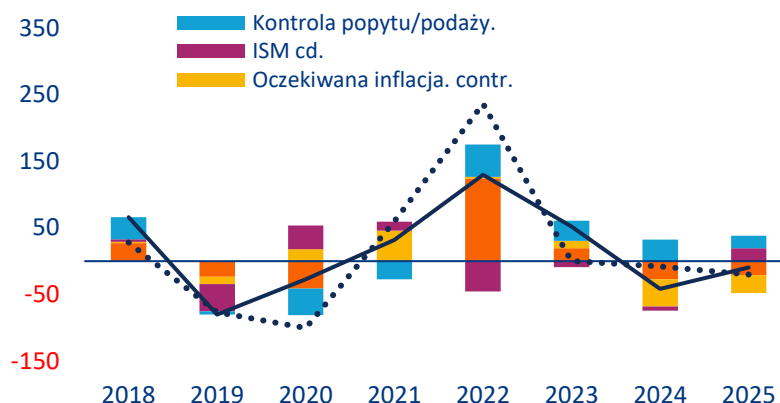
Źródła: Bloomberg, Allianz Research

Notes: Stopy końcowe pochodzą z kontraktów terminowych rynku pieniężnego na koniec 2026 r.

**Czynniki strukturalne również wskazują na korektę.** Wykres 3 przedstawia wkład w zmiany w skali roku dla naszej prognozy wartości godziwej dla rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich. Szacujemy, że wartość godziwa spadnie z 4,1% na koniec 2023 r. do 3,7% i 3,6% odpowiednio w 2024 i 2025 r., biorąc pod uwagę obniżki stóp procentowych o 100 pb w tym roku i 75 pb w przyszłym roku. Normalizacja oczekiwań inflacyjnych jest kolejnym ważnym czynnikiem, który zwiększa presję na spadek, podczas gdy rosnąca nierównowaga popytu i podaży obligacji działa jako siła przeciwdziałająca, biorąc pod uwagę duży deficyt fiskalny w USA i trwające zacieśnianie ilościowe. Jeśli zastosujemy naszą zrewidowaną prognozę cięć tylko o 50 pb w tym roku i 125 pb w przyszłym roku, a także nieco wolniejszą normalizację oczekiwań inflacyjnych przy bardziej lepkiej inflacji, nadal Allianz Trade spodziewałby się, że wartość godziwa wyniesie około 4,0% na koniec tego roku i 3,9% na koniec przyszłego roku. **Szacunki te są również znacznie poniżej obecnych poziomów i rynkowych stóp docelowych.**

<sup>1</sup> Oszacowana przez Holsten-Laubach-Williams neutralna realna stopa procentowa Fed wynosi obecnie 0,7%. Dodanie celu inflacyjnego na poziomie 2% daje neutralną stopę nominalną na poziomie 2,7%. Alternatywnie, patrząc na wykres kropkowy Fed, długoterminowa mediana kropki wynosi 2,56%, a nawet najbardziej jastrzębia kropka na poziomie 3,75% jest znacznie poniżej obecnych oczekiwań rynkowych.

Rysunek 3: Wkład modelu wartości godziwej Allianz Research w zmiany długoterminowych stóp procentowych, w punktach bazowych



Źródła: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research

Ogólnie rzecz biorąc, jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do długotrwałego trwania przy obecnych poziomach rentowności w Stanach Zjednoczonych, ale bardziej ostrożni w strefie euro, gdzie widzimy mniej błędnych wycen w odniesieniu do zarówno stóp docelowych, jak i rentowności 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych. Allianz Trade spodziewa się niższych długoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych bez względu na to, czy spojrzymy na (obecną) wycenę stóp końcowych, czy na czynniki strukturalne. W strefie euro mamy jednak nieco niższe przekonanie do długich terminów zapadalności, biorąc pod uwagę, że obecne wyceny stawiające na stopy docelowe na poziomie 2,5% nie są zbyt odległe od naszych szacunków na poziomie 2,25%. Ponadto nasz model wartości godziwej sugeruje, że Bund – niemieckie obligacje skarbowe są wyceniane ucziwie przy obecnych poziomach rentowności wynoszących około 2,5%.

#### Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio  
+48 601 056 830  
[grzegorz.blachnio@allianz-trade.com](mailto:grzegorz.blachnio@allianz-trade.com)

#### Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzędowski  
+ 48 509 433 874  
[artur.niewrzędowski@multian.pl](mailto:artur.niewrzędowski@multian.pl)

Oceny te, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

#### STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanym i nieznanym ryzykiem i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, wydajność lub zdarzenia mogą się znacznie różnić od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać m.in. z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w zakresie podstawowej działalności Grupy Allianz i na podstawowych rynkach, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynku, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości ubezpieczonych zdarzeń szkodowych, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) poziomu uporczywości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakres niewykonania zobowiązań kredytowych, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji, oraz środki reorganizacyjne, a także (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej. Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub bardziej wyraźne w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Firma nie zobowiązuje się do aktualizowania jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem wszelkich informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.