

CitiWeekly

Co dalej w polityce pieniężnej?

■ Po obniżce stóp procentowych w Polsce we wrześniu o 75 pb, przyglądamy się pozostałym aspektom polityki pieniężnej NBP. W szczególności istotna w kolejnych krokach może być decyzja dotycząca portfela obligacji złotych, które Bank skupił po wybuchu pandemii koronawirusa.

■ W 2020 roku NBP uruchomił program ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (QE), co oznaczało zakup obligacji skarbowych (i z gwarancjami skarbu państwa) denominowanych w złocie. Zakup obligacji dobiegł końca w drugiej połowie 2021 roku, nim RPP rozpoczęła cykl podwyżek stóp procentowych. W ramach QE zakupiono obligacje w kwocie 144 mld PLN, co istotnie wpłynęło na bilans banku centralnego, gdyż udział krajowych aktywów wzrósł z 1% na początku 2020 roku do 20% na początku 2022 roku.

■ Niewielka część obligacji (6,2% portfela) zakupionych przez NBP osiągnęła już termin zapadalności. Zgodnie z informacją przekazaną przez pierwszą wiceprezes NBP M. Kightley podczas wystąpienia w parlamencie w listopadzie ubiegłego roku, Bank nie inwestuje środków z zapadających obligacji w nowe instrumenty rządowe, ani nie planuje aktywnej sprzedaży obligacji ze zgromadzonego portfela. NBP chciałby uniknąć ewentualnego wzrostu rentowności obligacji, które mogłyby wynikać z przyspieszenia ilościowego zacieśnienia polityki pieniężnej. W kolejnych latach istotnie zwiększa się wartość obligacji, które NBP będzie przedstawiał do odkupu i wyniesie 8,9 mld PLN w 2024 r. (co stanowi 6,6% obecnego portfela) oraz 27,4 mld PLN w 2025 r. (20,3%).

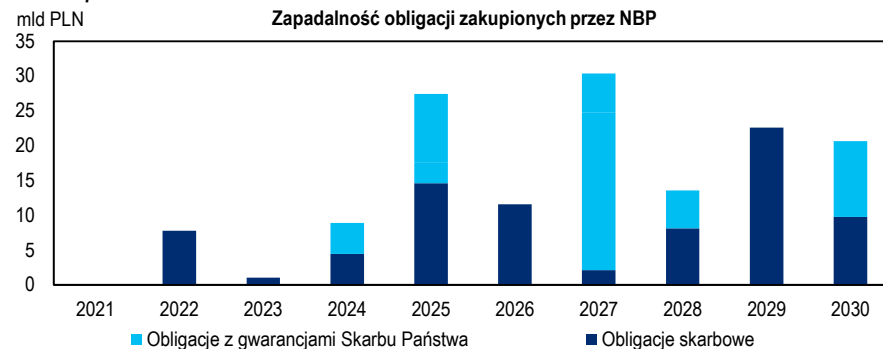
■ Spodziewamy się, że łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce będzie przebiegało głównie kanałem stóp procentowych, gdyż skup/sprzedaż aktywów wciąż są postrzegane jako niekonwencjonalne narzędzie. Jednakże, komunikacja płynąca ze strony banku centralnego wskazuje, że skup aktywów na trwałe wszedł do instrumentarium. Prezes A. Głapiński sugerował w wywiadzie z kwietnia 2021 roku, że NBP może odegrać istotną rolę w finansowaniu systemu elektrowni atomowych w Polsce, podobnie jak uczestniczył w tarczach anty kryzysowych z 2020 i 2021 roku. Ponadto prezes NBP w trakcie konferencji prasowej wyrażał wsparcie dla planów modernizacji armii i wynikającego z tego wzrostu wydatków na obronność. Nie można więc wykluczyć, że w przypadku trudności w sfinansowaniu przez rząd potrzeb pożyczkowych oraz pojawienia się presji na nadmierny wzrost rentowności polskich obligacji, możliwy jest powrót NBP do skupu obligacji na rynku wtórnym i stabilizacji krajowego rynku dłużnego.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,70	4,39	5,40	1,07	5,50	2,25	3,65
IV KW 24	4,59	4,10	5,28	1,12	5,00	1,75	3,65

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 13.09.2023 r. Pozostałe prognozy z 20.09.2023 r.

Wykres 1. W kolejnych latach istotnie zwiększa się wartość obligacji zakupionych przez NBP, które osiągną termin zapadalności.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, NBP, BGK, PFR, Refinitiv

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciol@city.com

Zuzanna Mrocza

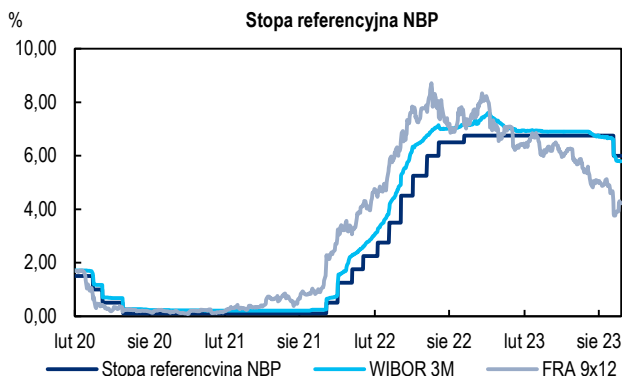
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. W oczekiwaniu na decyzję RPP



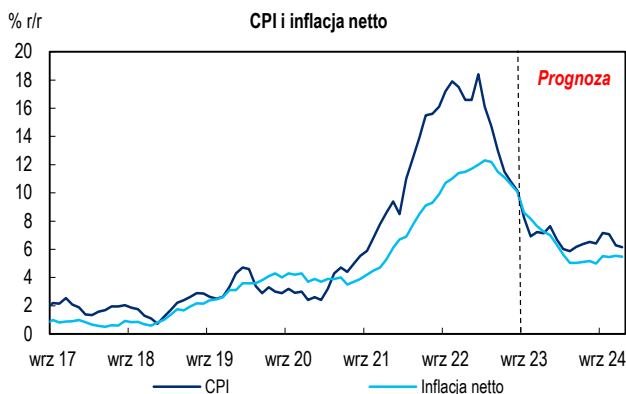
■ Po obniżeniu stopy referencyjnej o 75 pb we wrześniu, spodziewamy się spowolnienia tempa dalszych obniżek. Oczekujemy, że RPP na nadchodzącym posiedzeniu obniży główną stopę o 25 pb do 5,75%.

■ Niedawny wywiad z prezesem NBP (PAP, 20.09) utwierdził nas w przekonaniu, że Rada zdecyduje się na stopniowe dostosowywanie stóp procentowych. Prezes Głapiński zasugerował, że wrześniowa obniżka powinna być traktowana jako nadgonienie zaległości, gdyż inflacja kształtuje się nawet poniżej prognoz NBP.

■ Znaczny spadek inflacji (8,2% r/r we wrześniu) sprawia, że obniżka stóp o 50 pb nie może być wykluczona, jednak w bazowym scenariuszu zakładamy ruch o 25 pb. Znacząca deprecjacja PLN po zaskakującej wrześniowej decyzji może sprawić, że członkowie RPP będą bardziej powściągliwi, mając na uwadze rozwój sytuacji na rynkach finansowych.

Źródło: PAP, Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 3. Inflacja nareszcie jednocyfrowa



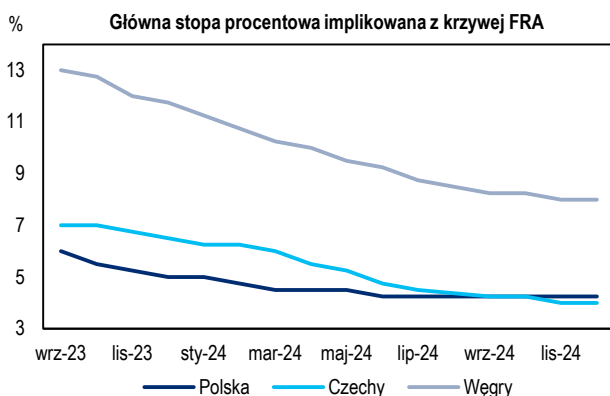
■ Inflacja we wrześniu wyniosła 8,2% r/r, wobec naszej prognozy na poziomie 8,1% r/r i konsensusu rynkowego wynoszącego 8,5% r/r.

■ Jak oczekiwaliśmy, ceny paliw spadły o 3,1% m/m, pomimo niedawnego wzrostu cen ropy naftowej na świecie. Niespodzianką okazał się jednak spadek cen nośników energii o tylko 0,8% m/m. Może być to spowodowane faktem, iż niektóre cięcia cen GUS potraktował jako transfer do gospodarstw domowych lub że obniżkę rozłożono na wrzesień i październik (to drugie sugerowałoby wpływ na odczyt inflacji również w październiku).

■ Szacujemy, że inflacja bazowa za wrzesień wyniesie 8,6% r/r. Zrewidowaliśmy również prognozę inflacji na koniec roku z 6,8% r/r do 7,1% (spodziewamy się, że skala wzrostu cen paliw pod koniec roku będzie większa niż wcześniej zakładaliśmy).

Źródło: Haver, Citi Handlowy, GUS

Wykres 4. Rynek FRA wycenia wyraźne cięcia stóp procentowych w regionie



■ Narodowy Bank Węgier zakończył we wrześniu dualizm stóp procentowych, obniżając dzienną stawkę operacji depozytowych do 13% (poziom stopy bazowej), a od października władze zaprzestają używania tego instrumentu. Stawka bazowa stanie się stopą efektywną i będzie stosowana do zarządzania płynnością w sektorze finansowym. Oczekujemy, że od października rozpocznie się cykl obniżek stopy bazowej w krokach po 75 pb.

■ Z kolei czeski bank centralny utrzymał we wrześniu główną stopę procentową na poziomie 7%. Nastawienie CNB pozostaje jastrzębie, a w samym wrześniu nie rozważano jeszcze obniżki stóp. Naszym zdaniem niższe odczyty inflacji bazowej w dalszej części roku oraz prognozowany jej spadek w 2024 roku będą przemawiały za obniżką stóp procentowych w listopadzie o 25 pb i o 50 pb w grudniu.

Źródło: Refinitiv, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 paź PONIEDZIAŁEK							
14:00	HU	Decyzja MNB	%	IX	13,0	13,0	13,0
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	108,0	105,5	106,1
3 paź WTOREK							
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy	mln	VIII	8,815	8,900	8,827
4 paź ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	X	5,75	5,75	6,00
8:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	-6,0	--	-7,6
9:55	DE	PMI dla usług (finalny)	pkt	IX	--	49,8	49,8
10:00	EUR	PMI dla usług (finalny)	pkt	IX	48,4	48,4	48,4
15:45	USA	PMI dla usług (finalny)	pkt	IX	--	50,2	50,2
16:00	USA	Zamówienia przemysłowa	% m/m	VIII	--	0,2	-201
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IX	53,2	53,5	54,5
5 paź CZWARTEK							
14:30	USA	Bilans handlowy	mln USD	VIII	-58,3	-65,2	-65,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	207	210	204
6 paź PIĄTEK							
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	0,3	1,5	-11,7
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-3,9	--	-2,6
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna (z wyłączeniem aut)	% r/r	VIII	-1,9	--	-2,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VIII	240	170	187
14:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	VIII	3,6	3,7	3,8
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VIII	0,3	0,3	0,2

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	789	848
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	20,721	22,316
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, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	7,1	6,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,7	6,5
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,4	10,0
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	5,75	5,45
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	4,38	4,10
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,25	4,29
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,70	4,59
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,61	4,64
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	-4,8
Saldo pierwotne sektora	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,9	-2,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	41,3	42,0

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 Trzciołek, 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.