

Citi Weekly

Skutki sprzedaży obligacji przez NBP

- Sprzedaż obligacji skarbowych zakupionych przez NBP niespodziewanie stała się tematem dyskusji w polskiej polityce pieniężnej w wyniku wypowiedzi członka RPP I. Dąbrowskiego. Rzecznik NBP co prawda zaprzeczył, że zarząd Banku rozważa szybszą sprzedaż obligacji ze swojego portfela, jednak temat przeniknął już do debaty publicznej. Dlatego w tym tygodniu postanowiliśmy przyjrzeć się potencjalnym skutkom „ilościowego zacieśniania” polityki pieniężnej w Polsce.
- Jak dotąd przedstawiciele NBP komunikowali jedynie, że bank centralny nie reinwestuje przychodów z zapadających obligacji, ale nie poruszano tematu aktywnej redukcji portfela. Jeżeli chodzi o konkretne kwoty, NBP posiada około 73,2 mld PLN w obligacjach rządowych (8,6% wyemitowanych obligacji hurtowych) oraz 61,9 mld PLN w papierach z gwarancjami skarbu państwa.
- Sprzedaż obligacji przez NBP mogłaby rodzić problem dla rządu w finansowaniu budżetu. Potrzeby pożyczkowe na ten rok stanowią ok. 12,4% PKB i wzrosły istotnie z 8,6% w roku 2023. Portfel NBP stanowi równowartość ok. 3,7% PKB i o ile popyt na obligacje skarbowe na ostatnich aukcjach MF był relatywnie wysoki, to sprzedaż obligacji przez bank centralny wywierałaby naszym zdaniem presję na wzrost rentowności papierów skarbowych. Większość obligacji w posiadaniu NBP zapada w przeciągu 5 lat, dlatego efekt mógłby być odczuwalny na krótkim końcu oraz środku krzywej dochodowości.
- Zacieśnienie polityki pieniężnej przeważnie sprzyja notowaniom krajowej waluty, jednak w obecnych warunkach oczekivalibyśmy - w krótkim terminie - presji na osłabienie złotego. Sprzedaż obligacji przez NBP nie wydaje się spójna z obecnymi uwarunkowaniami makroekonomicznymi i mogłaby być interpretowana przez rynki finansowe jako wynik napięć politycznych. W takim otoczeniu zacieśnianie ilościowe mogłoby prowadzić do zwiększenia premii za ryzyko przypisywane polskiej walucie.
- W naszej ocenie komentarze bankierów centralnych, w tym te dotyczące sprzedaży obligacji, jasno wskazują, że polityka pieniężna w Polsce będzie bardziej restrykcyjna niż wycenia to rynek. Jastrzębi zwrot RPP widać było zresztą już po nagłym przerwaniu obniżek stóp procentowych po październiku. Podtrzymujemy nasz scenariusz, że obniżki w tym roku będą niewielkie i rozpoczną się dopiero w jego drugiej połowie (wyniosą łącznie ok. 50 pb).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

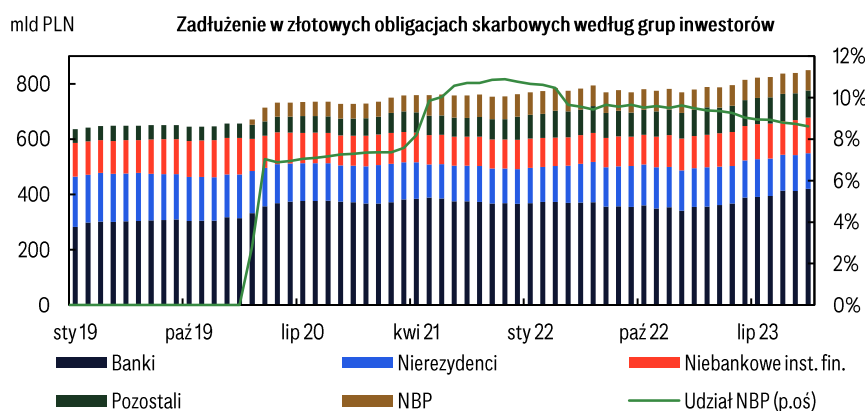
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

zuzanna.mroccka@citi.com

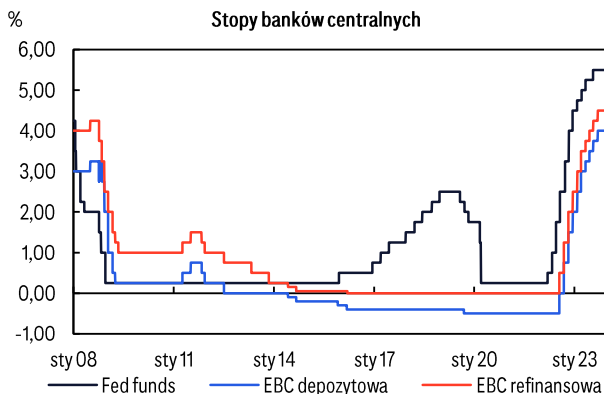
Wykres 1. NBP posiada 8,6% hurtowych obligacji skarbowych



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów, NBP

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Pierwsza obniżka latem?

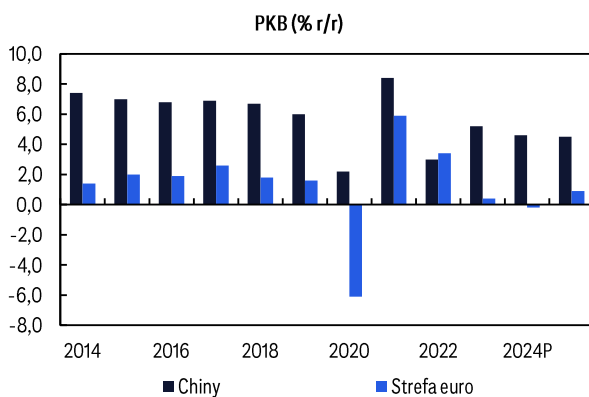


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- W czwartek poznamy decyzję Europejskiego Banku Centralnego w sprawie stóp procentowych. Spodziewamy się, że pozostaną one na niezmienionym poziomie (stopa refinansowa: 4,5%, stopa depozytowa: 4%). EBC prawdopodobnie poczeka z cięciami stóp aż osiągnie przekonanie, że inflacja wraca do celu. Oznacza to, że pierwszej obniżki o 25 pb możemy spodziewać się w okolicach czerwca. W ciągu całego 2024 roku spodziewamy się cięcia o łącznie 100 pb.

- Powyższe przypuszczenia zdaje się potwierdzać wypowiedź prezes Lagarde, która podczas Światowego Forum Ekonomicznego w Davos oceniła, że istnieje prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych przez EBC latem. Podkreśliła jednak, że Rada Prezesów jest zależna od napływających danych, w przypadku których nadal istnieje pewien poziom niepewności.

Wykres 3. Nieco gorszy 2024

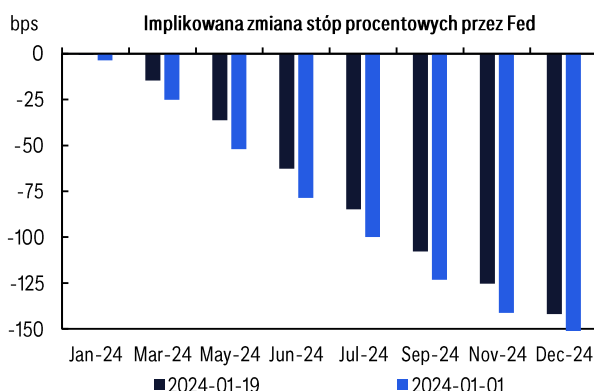


Źródło: Haver, Citi Handlowy

- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane dotyczące chińskiego PKB, który w ciągu 2023 r. wzrósł o 5,2%, do czego przyczyniła się w głównej mierze konsumpcja. W kolejnych kwartałach spodziewamy się nieco niższej rocznej dynamiki PKB, która może wynieść około 4,6% w 2024 roku. Również w przypadku produkcji przemysłowej spodziewamy się wzrostu w podobnej skali (4,6%cr/r).

- Z kolei w strefie euro oczekujemy, że roczny wzrost PKB w 2023 roku wyniósł 0,4%. Gorzej zapowiada się jednak rok 2024, dla którego przewidujemy skurczenie się gospodarki o 0,2% na skutek spadku inwestycji. Wzrostu PKB w ujęciu rocznym spodziewamy się dopiero w 2025, wtedy też poprawie ulegnie eksport.

Wykres 4. Zmniejszyły się oczekiwania na obniżkę stóp już w marcu



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- Ostatni tydzień przyniósł ograniczenie oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA. Szansa redukcji stóp o 25 pb w marcu, która była w pełni wyceniona jeszcze na początku tego roku, obecnie jest wyceniana w około 50%. Inflacja w USA zbliża się do 2% celu, a preferowana przez Fed miara (bazowy PCE) w ostatnich 6 miesiącach notowała poziomy zbieżne z założeniami polityki pieniężnej.

- Wypowiedzi członków Fed studziły jednak oczekiwania rynkowe. Christopher Waller z zarządu Fed sugerował, że o ile dane o aktywności gospodarczej pozostaną solidne, to bankierzy nie będą spieszyć się z łagodzeniem swojej polityki. Publikowane w ostatnim tygodniu dane o sprzedaży detalicznej i z rynku pracy wpisywały się we wspomnianą retorykę i prowadziły do wzrostu rentowności obligacji oraz umocnienia dolara.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 sty PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XII	-0,1	-0,2	-0,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	-5,4	-5,0	-0,7
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	0,6	1,5	-0,3
10:00	PL	Płace	% r/r	XII	12,1	11,9	11,8
23 sty WTOREK							
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów -wstępny	pkt	I	-14,2	-14,3	-15,0
24 sty ŚRODA							
9:30	DE	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	I	44,0	43,5	43,3
9:30	DE	PMI dla usług - wstępny	pkt	I	49,0	49,5	49,3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	I	44,6	44,6	44,4
10:00	EUR	PMI dla usług - wstępny	pkt	I	48,8	49,0	48,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	XII	5,1	5,1	5,0
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	XII	--	8,1	7,6
15:45	USA	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	I	47,6	48,0	47,9
15:45	USA	PMI dla usług - wstępny	pkt	I	51,9	51,0	51,4
25 sty CZWARTEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	I	86,6	86,8	86,4
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	I	4,00	4,00	4,00
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	XII	2,2	1,0	5,4
14:30	USA	PKB - wstępny odczyt	% kw/kw	4Q	2,0	1,9	4,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	199	200	187
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mIn	XII	0,665	0,650	0,590
26 sty PIĄTEK							
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	XII	0,3	0,3	0,4
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	XII	0,5	0,4	0,2
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	XII	0,2	0,2	0,1
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	XII	0,2	0,2	-0,1

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	692	802	870	971
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,372	3,617	3,905
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,083	22,896	25,546
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0	38,0
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,2	5,4	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,6	3,5	3,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	8,1	2,1	5,8
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	1,3	5,1	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	0,1	5,6	3,0
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-4,0	1,0	6,8
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-11,7	1,5	6,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,1	4,8
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,3	5,6
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	12,1	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	2,5	5,0	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,25	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,26	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,24	5,10	5,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,93	4,25	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,16	4,02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,34	4,47	4,55
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,42	4,51
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-8,8	-16,6	14,5	-2,0	-6,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,3	-2,4	1,8	-0,2	-0,6
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,1	-25,6	10,2	-1,7	-3,7
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	339,5	366,8	378,0	410,6
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	365,1	356,6	379,6	414,4
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	40,8	40,6	42,5
Saldo dochodów	-22,6	-24,9	-22,8	-30,9	-27,2	-33,5	-37,4	-40,6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8	-5,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,4	-2,3
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,9	43,0	43,9

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 Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażystka

zuzanna.mroccka@citi.com

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.