

## Komentarz Specjalny

### Hybryda QE

- Rola programu skupu aktywów przez NBP (program QE) wychodzi poza wąsko rozumiane ramy polityki pieniężnej. Spodziewamy się, że QE znacznie ułatwi realizację pakietu fiskalnego i finansowanie potrzeb pożyczkowych.
- Brak wyraźnych limitów w ramach QE w połączeniu z gotowością banku centralnego do kupowania dużych ilości aktywów jest interesującą mieszanką. Przede wszystkim daje to NBP dużą elastyczność i pozwala wchodzić na rynek gdy jest to niezbędne, lecz unikać skupu aktywów gdy popyt ze strony innych uczestników rynku jest wystarczający.
- Z tego powodu spodziewamy się, że obecność NBP nie będzie prowadziła do znacznego spadku rentowności, lecz będzie działała jako czynnik stabilizujący i ograniczający od góry możliwy zakres ich wahań. Oznaczałoby to, że polski program skupu aktywów może de facto stać się „hybrydą” QE oraz nieoficjalnego *yield curve control* (bez ogłaszania docelowego poziomu rentowności).
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że w ramach QE NBP może kupić około 70 mld zł obligacji.
- Wzrost bilansu NBP wraz ze spadkiem stopy rezerwy obowiązkowej sugeruje, że nadpłynność sektora bankowego może wzrosnąć do 170-180 mld zł. W związku z tym pojawiają się pytania o sposób sterylizacji tych środków.
- Gdyby „szeroka” podaż pieniądza znacznie wyhamowała pomimo programu skupu aktywów, mogłoby to oznaczać, że QE nie wystarcza do ustabilizowania sytuacji gospodarczej. W takiej sytuacji konieczne byłoby dostosowanie zarówno instrumentów polityki pieniężnej, jak i pakietu fiskalnego.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

---

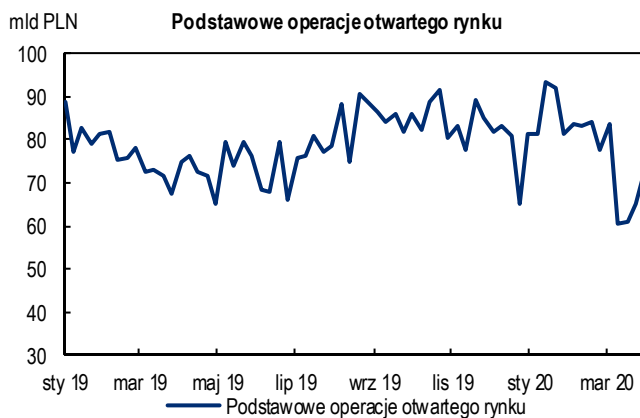
## Hybryda QE

W odpowiedzi na wybuch pandemii w marcu NBP ogłosił listę działań mających wspierać gospodarkę. Wprowadzone zmiany skutecznie pokrywają całe spektrum działań banku centralnego począwszy od najbardziej konwencjonalnych (stopy procentowe), aż po niekonwencjonalne. W poniższym raporcie przyglądamy się programowi skupu aktywów, powszechnie uznanemu za polską wersję QE.

### Co wiemy o nowym programie QE?

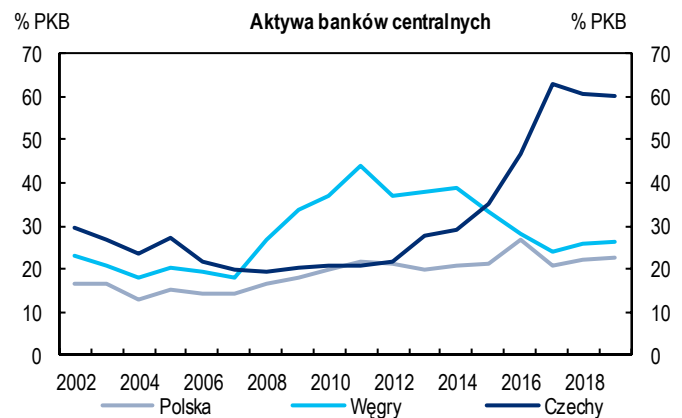
Formalnie NBP ogłosił, że będzie kupował obligacje skarbowe na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku (SOMO). Ponieważ jednak polski sektor bankowy cechuje strukturalna nadpłynność, a bank centralny musi i tak regularnie wchłaniać z rynku 70–90 mld zł (wykres 1), dalszy wzrost strukturalnej nadpłynności raczej nie jest celem samym w sobie. Przypuszczamy więc, że NBP zdecydował się przeprowadzać operacje zakupu aktywów w ramach SOMO, gdyż instrument ten (w przeciwieństwie do QE) został wcześniej uwzględniony w „Założeniach polityki pieniężnej”. Pozwoliło to na uniknięcie ewentualnych kontrowersji związanych z QE, które mogłyby opóźnić wdrożenie niezbędnych działań. Z punktu widzenia jakichkolwiek praktycznych rozważań różnica między programem QE a programem SOMO jest w obecnych warunkach na tyle niewielka, że można ją pominąć.

Wykres 1. Nadpłynność sektora bankowego utrzymuje się wysokim poziomie 3-4% PKB



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 2. Bilans NBP pozostaje relatywnie niewielki, wzrost aktywów o kilka procent PKB na skutek QE tego nie zmienia



Źródło: Haver, Citi Handlowy

Polski program QE może mieć bardziej ambitny cel niż tylko złagodzenie polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę, że podstawowa stopa procentowa w Polsce jest stosunkowo wysoka i wynosi 1,00%, nadal istnieje przestrzeń dla konwencjonalnych działań polityki monetarnej. Niemniej bank centralny rozpoczął program skupu aktywów jeszcze przed wykorzystaniem tej przestrzeni. Co więcej, zapowiedź programu QE poprzedziła bezpośrednio ogłoszenie pakietu fiskalnego, a sama „Tarcza anty kryzysowa” uwzględniała w sobie około 70 mld działań banku centralnego. Z tego względu można przypuszczać, że ważnym celem programu QE jest umożliwienie wprowadzenia w życie koniecznych działań fiskalnych, a przede wszystkim umożliwienie bezproblemowego sfinansowania potrzeb pożyczkowych. Według naszych szacunków ubytek dochodów oraz

zwiększone wydatki budżetowe przyczynią się w tym roku do wzrostu deficytu fiskalnego przynajmniej do 7,5% PKB i wzrostu potrzeb pożyczkowych o około 6% PKB. Bez udziału NBP realizacja pakietu ratunkowego dla gospodarki byłaby albo niemożliwa albo wiązałaby się z gwałtownym wzrostem rentowności. (Z kolei bez skutecznego wsparcia fiskalnego, szok PKB stanowiłby długotrwałe zagrożenie dla realizacji celu inflacyjnego).

NBP nie opublikował żadnego szczegółowego dokumentu opisującego strukturę programu QE, ale kilka spraw zwraca naszą uwagę:

- **Nie ogłoszono żadnego limitu** - Uderzającą cechą polskiego programu QE i odróżniającą go od programów innych banków centralnych jest to, że NBP nie ogłosił żadnego celu/limitu miesięcznych zakupów aktywów. Oczywiście może to być efekt szybkiego tempa prac nad programem QE, który nie pozwolił na dokonanie niezbędnych analiz. Może to być jednak również sygnał, że NBP nie chce zobowiązywać się z góry do żadnych konkretnych kwot, a rzeczywiste wielkości zakupów będą co miesiąc dostosowywane do skali emisji obligacji Skarbu Państwa. Byłoby to zgodne z traktowaniem QE głównie jako instrumentu mającego ułatwiać wdrażaniem programu fiskalnego.
- **NBP gotowy do znacznych zakupów** - Operacje NBP na rynku wtórnym są przeprowadzane w formie przetargów, na których bank centralny nabywa obligacje rządowe od banków komercyjnych. W marcu NBP zorganizował trzy przetargi, na których zakupił obligacje za łączną kwotę 19 mld PLN, czyli ~ 0,8% PKB. Oznacza to, że w jednym miesiącu NBP nabył od banków równowartość podaży obligacji z około trzech przetargów MF. Jest to znaczna kwota wskazująca, że w razie potrzeby NBP jest gotowy na duże zakupy aktywów.
- **Siła stabilizująca, a nie kluczowy czynnik napędzający rynek** - Brak wyraźnych limitów w ramach QE w połączeniu z gotowością banku centralnego do kupowania dużych ilości aktywów jest interesującą mieszanką. Przede wszystkim daje to NBP dużą elastyczność i pozwala wchodzić na rynek gdy jest to niezbędne, lecz unikać skupów gdy popyt ze strony innych uczestników rynku jest wystarczający. W praktyce oznacza to, że w przeciwieństwie do programów EBC, działania NBP raczej nie doprowadzą do „niedoboru” obligacji na rynku. Banki komercyjne będą absorbować z rynku tyle obligacji ile ich polityka inwestycyjna i bieżący „apetyt” na obligacje przewiduje, a nadwyżka ponad tę kwotę zostanie przejęta przez NBP. Jeżeli nasza interpretacja jest słuszna, oznacza to, że bank centralny nie będzie aktywnie na rynku obniżać rentowności, lecz raczej będzie stabilizował rynek ograniczając możliwość ich wzrostu. Oznaczałoby to, że polski program skupu aktywów może de facto stać się „hybrydą” QE oraz nieoficjalnego *yield curve control* (bez ogłaszania docelowego poziomu rentowności).

Innymi słowy, ile aktywów ostatecznie kupi NBP, może zależeć od nastrojów rynkowych. Jeśli lokalne banki płynnie wchłoną rosnącą podaż obligacji, zakupy w banku centralnym pozostaną stosunkowo niewielkie. Gdyby popyt okazał się bardzo mały, NBP mógłby potencjalnie kupić obligacje równowarte dodatkowym potrzebom pożyczkowym MF. W naszym bazowym scenariuszu szacujemy, że ze względu na niedobór przychodów i poluzowanie podatków dodatkowe potrzeby pożyczkowe

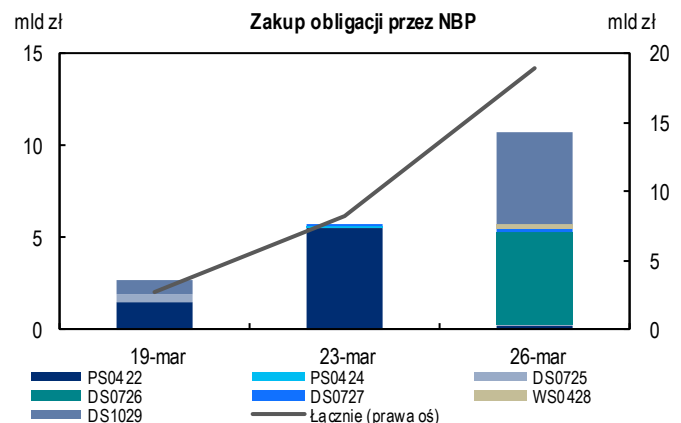
brutto mogą wynieść 130 mld PLN. Biorąc pod uwagę spadek rezerwy obowiązkowej (~ 40 mld zł płynności, która ma zostać uwolniona w maju), sektor bankowy może wchłonąć znaczną część nowej podaży, ale prawdopodobnie mniej niż połowę. **Jako bazowy scenariusz zakładamy, że program QE pochłonie około 70 mld PLN lub 3% PKB nowej emisji.** Jedną z konsekwencji programu QE może być zmiana struktury portfeli instytucji finansowych - prawdopodobnie banki będą kupować więcej papierów krótkoterminowych, w tym bonów skarbowych i obligacji krótkoterminowych, podczas gdy NBP może kupować więcej średnio- i długoterminowych obligacji rządowych (głównie 5 i 10 lat).

Tabela 1. W marcu NBP kupił obligacje stałokuponowe...

Data	Zakupy obligacji przez NBP		Średnia rentowność (%)
	Obligacje	Odkupiono (mld PLN)	
19-Mar	PS0422	1472	1.05
	DS0725	457	1.73
	DS1029	730	1.97
23-Mar	PS0422	5539	1
	PS0424	60	1.21
	DS0727	20	1.81
26-Mar	PS0422	248	0.82
	DS0725	63	1.23
	DS0726	5033	1.44
	DS0727	165	1.65
	WS0428	200	1.77
	DS1029	5000	1.77

Źródło: PAP, Citi Handlowy. NBP planuje dwie aukcje w kwietniu – 16.04. oraz 29.04.

Wykres 3. ... o wartości 19 mld zł



Źródło: PAP, Citi Handlowy

Potencjalnym wyzwaniem dla programu QE mogłaby być niechęć banków do sprzedaży obligacji na dużą skalę. Choć na początku był to problem, prawdopodobnie został on już rozwiązany w związku z podpisaniem przez MF umowy, dającej BGK prawo kupowania obligacji poza regularnymi przetargami. Dzięki temu BGK może kupować obligacje bezpośrednio od Ministerstwa Finansów i oferować je NBP, umożliwiając płynne działanie QE

## Jak działa QE?

Operacje zakupu obligacji przez NBP mogą mieć istotny wpływ na bilanse instytucji monetarnych. Aby kupić papiery skarbowe bank centralny tworzy nowe rezerwy, którymi płaci za obligacje. W rezultacie w bilansie NBP obligacje rządowe są dodawane po stronie aktywnej bilansu, a po stronie pasywnej zwiększa się kwota nowo stworzonych rezerw. W przypadku banków komercyjnych zmienia się struktura aktywów – wartość obligacji skarbowych w aktywach banku zmniejsza się, a jednocześnie o tę samą kwotę rośnie pozycja rezerw (przechowywanych na rachunku na rachunku w banku centralnym). W rezultacie po zakończeniu tych operacji banki będą posiadać większe od pożądanych poziomy rezerw, co może sprawić, że będą chciały je zamienić na inne aktywa, najprawdopodobniej krótkoterminowe papiery skarbowe.

Nawet jeśli bank wykorzystuje „nowe” rezerwy do zakupu nowych aktywów, nie obniża to ogólnej kwoty rezerw w sektorze bankowym, ponieważ rezerwy po prostu „podróżują” między rachunkami różnych banków, ale

pozostają w systemie. Oznacza to, że w efekcie QE nadwyżka płynności sektora bankowego trwale wzrośnie z już i tak wysokiego poziomu. Zakładając, że operacje NBP mogłyby stworzyć w tym roku 70 mld zł rezerw i dodając do tego 40 mld nowej płynności z powodu obniżenia RRR, spowodowałyby to wzrost nadwyżki płynności do około 180 mld zł (wobec 70 mld zł obecnie).

Rodzi to pytanie, w jaki sposób NBP planuje sterylizować nową płynność aby uniknąć załamania krótkoterminowych stóp procentowych i deprecjacji walut. Jedną z możliwych opcji przewiduje, że banki wykorzystają po prostu cotygodniowe przetargi bonów pieniężnych, aby pozostawić dodatkową płynność w banku centralnym. Alternatywą byłoby, gdyby NBP zdecydował się oferować depozyty terminowe w celu sterylizacji programu QE. Chociaż pula nadwyżki płynności ma znacznie wzrosnąć, ponoszony przez NBP koszt sterylizacji tych kwot może być nadal ograniczony dzięki obniżeniu stopy referencyjnej o 50 pb w marcu i prawdopodobnym dodatkowym obniżkom stóp w przyszłości. Przy stopie referencyjnej wynoszącej 1% koszt sterylizacji może osiągnąć 1,8 mld zł vs. prawdopodobnie 1,2 mld zł w 2019 r. (kiedy stopa referencyjna wyniosła 1,5%). Dodatkowo koszty te mogą być w dużej mierze zrównoważone przez dochody NBP z kuponów obligacji zakupionych w ramach QE. Biorąc to pod uwagę **uwazamy, że kwestie zysku NBP nie staną na przeszkodzie realizacji programu QE w 2020 roku.**

Co prawda QE może skutecznie ułatwić finansowanie potrzeb pożyczkowych, jednak na tym etapie mniej oczywisty jest wpływ tego programu na ogólny poziom aktywności gospodarczej. Z tego względu naszym zdaniem w kolejnych miesiącach kluczowe będzie śledzenie zmian „szerokiej” podaży pieniądza (M3). Podaż pieniądza M3 powstaje lub jest „niszczona” w wyniku transakcji między bankami a sektorem prywatnym. **Jeśli podaż pieniądza M3 gwałtownie wyhamuje pomimo dużego wzrostu rezerw, może to oznaczać, że QE nie wystarcza jako narzędzie polityki pieniężnej do wspierania gospodarki. W takim przypadku konieczne mogłoby być dostosowanie zarówno narzędzi monetarnych, jak i fiskalnego pakietu stymulacyjnego.**

## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

**Citi Handlowy**

**Senatorska 16**

**00-923 Warszawa**

**Polska**

**Fax: +48 22-657-76-80**

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do 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, nie stanowi „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 oraz 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakikolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. 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 występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakikolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

## Komentarz Specjalny

07/04/2020

---

w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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. 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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.

---