

Komentarz ekonomiczny

Panta rhei – o oczekiwanym wzroście płynności

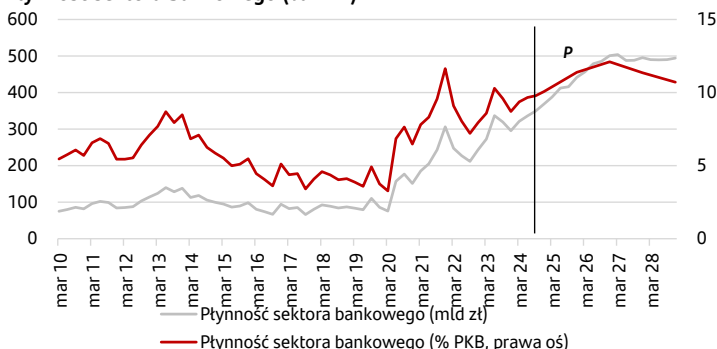
Cezary Chrapek, tel. 887 842 480, cezary.chrapek@santander.pl

Mimo zbliżającego się okresu kulminacji zapadalności obligacji skarbowych z bilansu NBP spodziewamy się dalszego wzrostu płynności sektora banków Polsce w kolejnych latach. Szacujemy przyrost płynności łącznie o ok. 150-200 mld zł do 2028 r, w tym głównie w najbliższych 2 latach. Zakładamy, że ta tendencja wzrostowa będzie głównie efektem dalszego znacznego przyrostu rezerw walutowych. Rekordowo wysokie napływy walut na rachunki Ministerstwa Finansów z tytułu środków unijnych i emisji walutowych będą najprawdopodobniej w większości wymieniane w banku centralnym. Stopniowo zapadalne obligacje w portfelu NBP będą ograniczać przyrost płynności sektora bankowego podobnie jak dalszy przyrost gotówki w obiegu. W bazowym scenariuszu nie zakładamy przyspieszonej bezpośredniej sprzedaży obligacji z bilansu NBP (łącznie 135 mld zł) na rynku. Taki ruch prowadziłby do szybszego ograniczenia nadpłynności i negatywnie wpłynąłby na rynek długu. Wysoka nadpłynność sektora bankowego będzie sprzyjać utrzymywaniu się stawki Polonia bliżej stopy depozytowej NBP niż referencyjnej. Wzrost nadpłynności wobec redukcji sumy bilansowej EBC może działać w kierunku słabszego złotego, ale ten efekt będzie w najbliższych kwartałach najprawdopodobniej z niwiałą niwelowany przez inne czynniki jak choćby wzrost dysparytetu stóp wobec strefy euro. Spodziewamy się, że nadwyżka walut w systemie bankowym będzie przyczyniać się do utrzymania stawek basis swap na lekko dodatnich poziomach przynajmniej dla dłuższych tenorów.

Polski sektor bankowy od wielu lat pozostaje w stanie strukturalnej nadpłynności, co oznacza systematyczną nadwyżkę środków w posiadaniu banków komercyjnych po spełnieniu przez nie wymogów w zakresie rezerwy obowiązkowej.

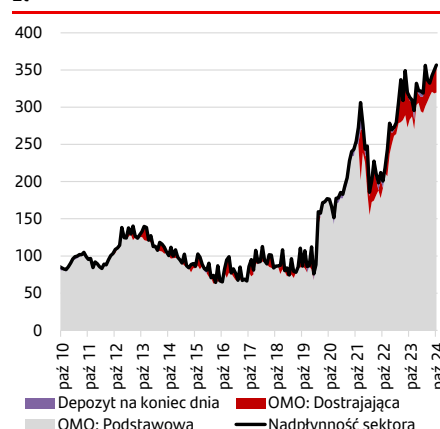
Zmiany płynności sektora bankowego uzależnione są co do zasady głównie od przepływu środków pomiędzy bankiem centralnym, a sektorem banków komercyjnych. Można to jednak rozbić na kilka głównych czynników: (1) płynność rośnie wraz z przyrostem rezerw walutowych wynikającym z wymiany przez NBP walut obcych na złote na rzecz Ministerstwa Finansów i innych podmiotów. (2) wzrost płynności mogą generować strukturalne operacje otwartego rynku (SOOR), czyli zakup przez bank centralny papierów dłużnych z rynku wtórnego – tak właśnie działo się w latach 2020-21 w ramach tzw. ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (QE). (3) płynność banków pomniejszana jest przez wzrost wartości gotówki w obiegu. Analogicznie działa (4) wzrost salda rezerw obowiązkowych utrzymywanych przez banki w NBP. W końcu, płynność zmieniają przepływy między NBP a sektorem bankowym, wynikające z: (5) wypłaty przez bank centralny odsetek należnych od środków utrzymywanych przez banki na rachunku bieżącym i w bonach pieniężnych (wzrost płynności), (6) otrzymywaniu przez NBP odsetek od skupionych w ramach SOOR papierów dłużnych (spadek płynności), (7) przekazania do budżetu wpłaty z tytułu zysku NBP (wzrost płynności), (8) zmiany wartości depozytów sektora publicznego utrzymywanych w banku centralnym. W ostatnich latach decydujące były czynniki (1), (2) i (3), wpływ pozostałych był znacznie mniejszy.

Płynność sektora bankowego (% PKB)



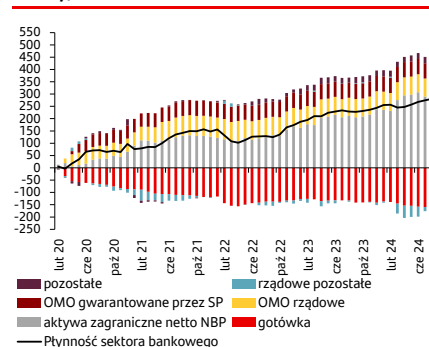
Źródło: NBP, GUS, Santander

Skala nadpłynności sektora bankowego, mld zł



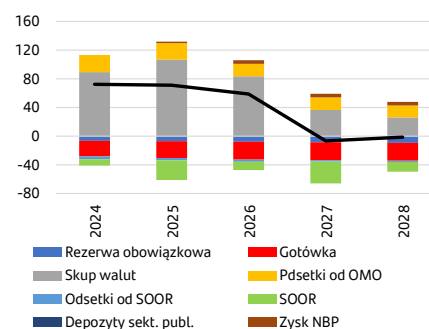
Źródło: NBP, Santander

Zmiana płynności sektora bankowego (2020-2023), skumulowana zmiana w mld zł



Źródło: NBP, Santander

Szacunek zmiany płynności sektora bankowego w mld zł (2024-2028, prognoza Santander)



Źródło: NBP, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Biały 517 881 807
Cezary Chrapek 887 842 480
Marcin Luziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

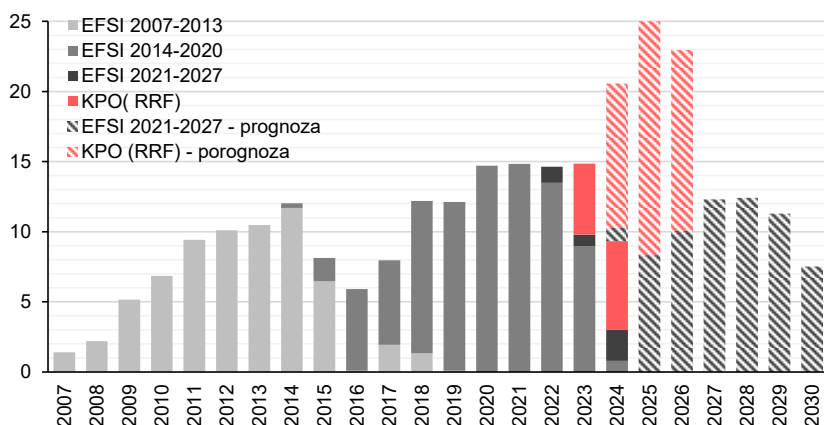
W połowie 2024 r. suma płynności sektora bankowego wynosiła ok. 330 mld zł, podczas gdy w grudniu 2019 było to ok. 90 mld zł, czyli niespełna 1/3 obecnej wartości. W tym okresie płynność sektora wzrosła z 3,8% do 8,8% PKB oraz z ok. 4% do 10% aktywów sektora bankowego.

Spodziewamy się dalszego wzrostu płynności o ok. 150-200 mld zł w ciągu 5 lat, przy czym największy przyrost może mieć miejsce w najbliższych dwóch latach.

Znaczny przyrost rezerw walutowych

Przyczyni się do tego naszym zdaniem w największym stopniu znaczący wzrost rezerw walutowych NBP. Zakładamy napływ funduszy UE do Polski na poziomie ok. 112 mld EUR w latach 2024-2030. Jednocześnie resort finansów będzie najprawdopodobniej wciąż otrzymywał po ok. 4-5 mld EUR rocznie z tytułu sprzedaży praw do emisji CO2. Ponadto, po kilku latach redukcji długu walutowego, resort finansów zwiększył emisje zagraniczne w celu zmniejszenia presji z rynku lokalnego. Projekt budżetu na 2025 r. przewiduje emisję netto długu walutowego w 2024 r. na poziomie ok. 6,6 mld EUR, a w 2025 r. ok 10 mld EUR. Choć najnowsza Strategia Zarządzania Długiem na lata 2025-2028 zakłada stopniowy spadek długu walutowego w długi skarbowym ogółem do ok. 21,1% w 2028 r. to nie wyklucza to utrzymania dodatniej emisji długu walutowego netto. Po 2-3 latach zwiększonej wymiany środków walutowych na rynku (ok. 3,3 mld EUR w 2021 r., ok. 7,3 mld EUR w 2023 r. i 4,5 mld EUR w 2024 r.). W tym roku Ministerstwo Finansów jest znacznie mniej aktywne na rynku, a większość środków najprawdopodobniej wymienia w NBP. Zakładamy, że wobec sily złotego resort finansów będzie wymieniać zdecydowaną większość środków walutowych bezpośrednio w banku centralnym także w kolejnych kwartałach starając się uniknąć potencjalnej nadmiernej presji na umocnienie złotego.

Szacunkowy napływ środków UE w kolejnych latach, mld EUR



Źródło: Komisja Europejska, Santander

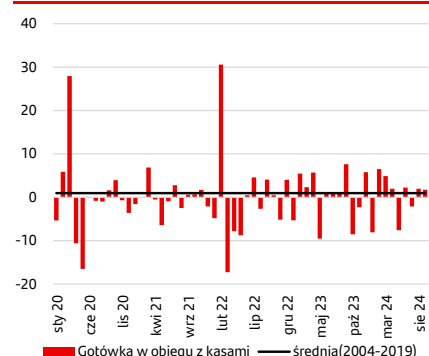
Szacujemy, że rezerwy walutowe NBP mogą powiększać się w przybliżeniu o ok. 1-1,5 mld EUR miesięcznie przez najbliższe 2 lata, a później w nieco mniejszym tempie (ok. 5-8 mld EUR rocznie) zakładając obniżenie napływu walut obcych.

Oczekujemy wobec tego, że wkład do przyrostu płynności w systemie bankowym z tytułu wzrostu rezerw walutowych mógłby wynieść nawet do 300 mld zł w ciągu najbliższych 4-5 lat.

Stopniowa zapadalność krajowych obligacji w portfelach NBP

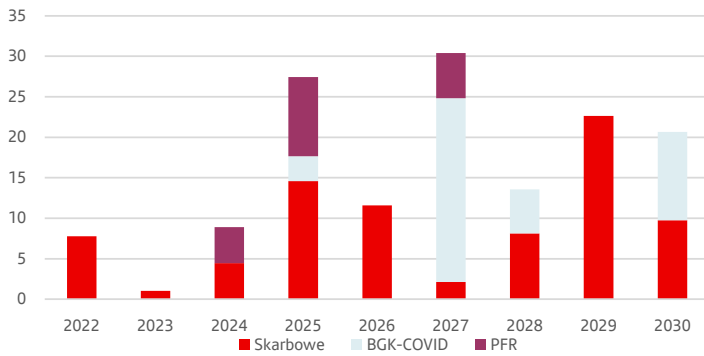
Wzrost (nad)płynności będzie z kolei mitygowany stopniową redukcją portfela obligacji w portfelu NBP, skupionych w ramach programu QE. W ramach strukturalnych operacji otwartego rynku (SOOR) NBP skupił od marca 2020 do listopada 2021 obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa na kwotę ok. 145 mld zł, tj. ok. 4,5% PKB. Zakładając, że w kolejnych latach – tak jak do tej pory – NBP nie będzie aktywnie zarządzał portfelem posiadanych obligacji, tylko pozwoli na jego stopniowe wygasanie, zgodnie z terminami zapadalności kolejnych serii obligacji, **nadpłynność sektora bankowego zmniejszy się z tego tytułu o ok. 131 mld zł do 2030 r.** Z tego 4 mld zł obligacji z portfela NBP zapada jeszcze w tym roku (w grudniu). Bardziej znaczące wykupy pojawią się dopiero w 2025 r. Ostatnie papiery zostaną wykupione w 2030 r., a do 2027 r. zostanie wykupiona potowa obecnego portfela NBP.

Gotówka w obiegu (za kasami banków), mld zł/m



Źródło: NBP, Santander

Profil zapadalności obligacji złotych w portfelu NBP, mld zł



Źródło: NBP, Santander

Stopniowy dalszy przyrost gotówki

Hamując na wzrost płynności sektora bankowego będzie też według naszych przewidywań oddziaływał dalszy wzrost gotówki w obiegu, będący wynikiem przede wszystkim umiarkowanie szybkiego nominalnego wzrostu PKB. Ograniczająco na wzrost gotówki w obiegu może mieć wpływ fakt, że dużo gotówki wypłynęło z systemu bankowego w ostatnich latach w okresie pandemii i momencie rozpoczęcia konfliktu na Ukrainie i można zakładać częściowe odwrócenie tej tendencji przy założeniu braku istotnych szoków zewnętrznych. Takiej tendencji sprzyjałyby utrzymanie stóp procentowych banku centralnego na realtywnie wysokim poziomie przez dłuższy czas, a także poprawa nastrojów konsumentów i przeznaczenie gotówki na cele konsumpcyjne. Udział gotówki w PKB cofnął się w ostatnim okresie dość wyraźnie z popandemicznych szczytów (z ok. 13% w 2020 r. do ok. 10,6% w połowie 2024) i w kolejnych latach oczekujemy stabilizacji tej relacji w pobliżu 10,5%. W efekcie, przyjmujemy, że wzrost gotówki w obiegu w ciągu najbliższych 5 lat wyniesie ok. 90 mld zł, co będzie oddziaływać ograniczająco na przyrost płynności sektora bankowego.

Stabilizacja stopy rezerwy obowiązkowej

Stopa rezerwy obowiązkowej została przejściowo obniżona w okresie pandemii co wygenerowało dodatkową płynność na rynku międzybankowym. NBP zredukował ją z 3,5% do 0,5% w kwietniu 2020 r., po czym podwyższył ją do 2% pod koniec listopada 2021 r. i przywrócił poziom 3,5% w kwietniu 2022 r. Obniżka stopy rezerwy obowiązkowej o 1 pkt proc. to ekwiwalent zmiany płynności sektora mniej więcej o ok. 15-20 mld zł.

Zakładając utrzymanie stopy rezerw obowiązkowych na obecnym poziomie, prognozujemy wzrost salda rezerwy obowiązkowej na rachunku bieżącym w NBP o ok. 8 mld zł rocznie przez najbliższe 5 lat. Będzie to wynikać z prognozowanego wzrostu depozytów sektora niefinansowego i będzie ograniczać przyrost płynności sektora bankowego.

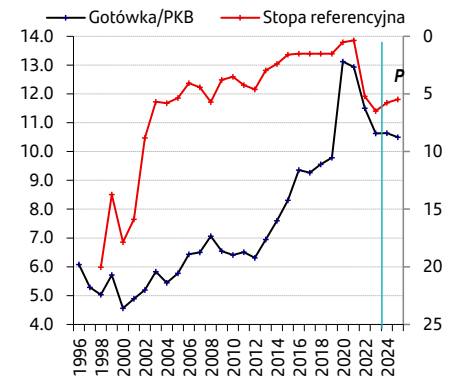
Wpływ nadpłynności na rynek pieniężny i złotego

Strukturalna nadpłynność złota sprawia, że stawka Polonia utrzymuje się trwale poniżej stopy referencyjnej. W okresach zwiększonej awersji do ryzyka (2008-2009) i po rozpoczęciu skupu aktywów w 2020 r. stawka Polonia zbliżała się do stopy depozytowej oddalając się od referencyjnej. Od czasu wybuchu pandemii, znacznego wzrostu płynności, redukcji stóp oraz zawężenia korytarza między stopą referencyjną i depozytową stawka Polonia kształtuje się mniej więcej w podobnej odległości od stopy referencyjnej i stopy depozytowej. Długoterminowy trend dalszego wzrostu nadpłynności powinien sprzyjać utrzymaniu stawki Polonia nieco bliżej stopy depozytowej.

Szacunek NBP wskazuje także, że wzrost aktywów NBP w stosunku do aktywów EBC o 1% prowadzi do ostabienia złotego do euro o ok. 0,4% w ciągu 6 miesięcy.¹ Spojrzeliśmy na szereg zmian poziomu aktywów krajowych NBP oraz nadpłynności EBC i nie dostrzegamy dużej zależności między różnicą dynamik tych wielkości, a zmianami kursu złotego. Jeśli jednak przyjmiemy założenia wynikające z oszacowań z modelu NECMOD, stopniową redukcję

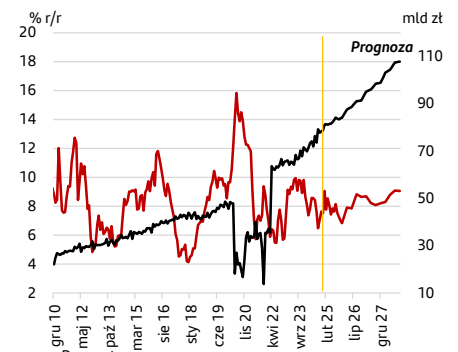
¹ Wpływ programu Strukturalnych Operacji Otwartego Rynku prowadzonego przez NBP na polską gospodarkę, NBP, Warszawa 2021, <https://static.nbp.pl/publikacje/materialy-i-studia/ms341.pdf>

Gotówka w obiegu poza kasami, % PKB



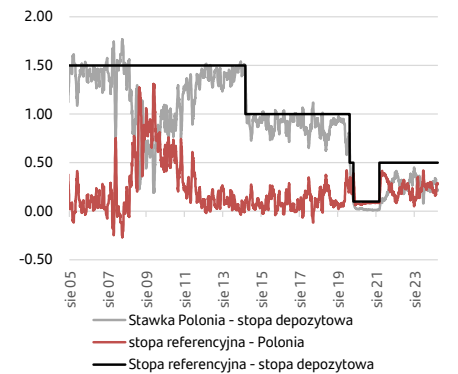
Źródło: NBP, Santander

Depozyty w sektorze bankowym (% r/r), rachunek bieżących w NBP (mld zł)



Źródło: NBP, Santander

Polonia vs. stopa depozytowa i stopa referencyjna



Źródło: NBP, Santander

Szacunki wpływu programu SOOR na złotego (wzrost oznacza deprecjację)



Źródło: NBP, Santander

aktywów EBC i przyrost płynności złotowej to takie tendencje powinny zasadniczo oddziaływać w kierunku nieco słabszego złotego. Wobec tego, że inne czynniki takie jak szybszy wzrost gospodarczy, wzrost dysparytetu stóp procentowych wobec strefy euro czy wysoki napływ środków unijnych powinny oddziaływać w kierunku mocniejszego złotego finalnie zakładamy, że kurs złotego względem euro pozostanie stosunkowo stabilny w perspektywie kolejnych kwartałów.

W przypadku płynności walutowej co prawda nadmiar walut w systemie bankowym oddziaływał w ostatnich latach w kierunku wyższych stawek basis swap, ale być może istotniejsza w tym zakresie była skala emisji obligacji walutowych przez krajowe przedsiębiorstwa (banki pod wymogi MREL i inne firmy wobec większej płynności rynku zagranicznego) czy wzmożona aktywność na rynku forward i FX swap przez podmioty w ramach transakcji przyszłych zabezpieczeń.² Wobec prawdopodobnie mniejszej skali emisji obligacji walutowych w tym roku i kolejnych względem 2023 r. (spełnione wymogi emisyjne MREL), bardziej stabilnego otoczenia krajowego i zewnętrznego oraz kursu złotego, nie spodziewamy się skokowych wzrostów stawek basis swap w najbliższych latach, choć nadmiar walut w systemie może utrzymywać je na podwyższonym poziomie dla długoterminowych tenorów. Krótsze tenory mogą być redukowane do niższych poziomów przez operacje przeciwne FX swap zawierane przez krajowe fundusze inwestycyjne.

Bez strukturalnych zmian

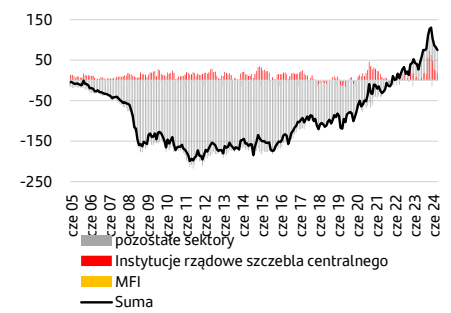
Nie oczekujemy istotnych zmian strukturalnych zmian zarządzania płynnością sektora bankowego. W przeciwieństwie do strefy euro czy Stanów Zjednoczonych polski sektor bankowy od wielu lat funkcjonował w warunkach nadpłynności i nie ma pamięci jej niedoboru, wobec czego nie ma potrzeby powrotu do takiej sytuacji jak w USA czy strefie euro. W wielu analizach przewija się temat zalet systemu niedoborów płynności w sektorze utraty utrzymywanie stopy ON w okolicy stopy referencyjnej zamiast depozytowej. Zaletą takiego systemu byłby prawdopodobnie lepszy rozwój rynku pieniężnego pod warunkiem efektywnej pracy nad przywróceniem zaufania i handlu na rynku międzybankowym. Efektywne funkcjonowanie rynku pieniężnego wymagałoby również najpewniej zniesienia podatku bankowego. Nadmierne ograniczenie nadpłynności wobec ograniczeń w handlu na rynku międzybankowym mogłoby negatywnie wpływać na funkcjonowanie tego rynku.

Ewentualna szybka wyprzedaż obligacji Skarbu Państwa w ramach zacieśniania ilościowego, o którym wspominał swego czasu jeden z członków RPP (I. Dąbrowski), prowadziłaby do znacznie szybszego spadku nadpłynności. Wobec wysokich potrzeb pożyczkowych i emisji w kolejnym roku szybka redukcja dość znacznego portfela obligacji NBP prowadziłaby do znacznego osłabienia na rynku długu i wzrostu spreadów asset swap. Efekt szybszej redukcji sumy bilansowej NBP niż EBC sugerowałoby umocnienie złotego..

Póki co ilościowe zacieśnienie polityki pieniężnej poprzez bezpośrednią sprzedaż obligacji na rynku traktujemy jako scenariusz ryzyka z relatywnie niskim prawdopodobieństwem. W przypadku przyspieszonej wyprzedaży obligacji efekt mógłby być odpowiednio większy niż w sytuacji stopniowych zapadalności. Jednak tak jak jednym z celów i efektów programów skupu aktywów była stabilizacja sytuacji na rynkach finansowych tak wyprzedaż obligacji z bilansu NBP w sposób nagły i mało przejrzysty dla rynku i miałyby charakter destabilizujący. Wobec tego sądzimy, że NBP raczej unikałby takich działań.

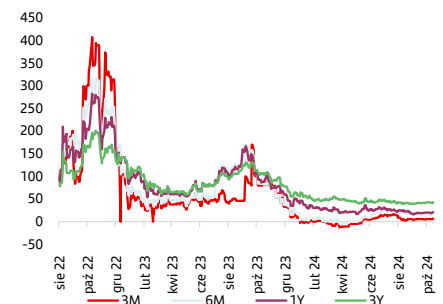
Nie spodziewamy się wprowadzenia emisji długoterminowych obligacji NBP dla banków. Taka operacja mogłaby nie być preferowana przez same banki wobec potrzeb utrzymywania większej płynności w obliczu większej segmentacji rynku i ograniczeń rynku pieniężnego. Ponadto można przyjąć, że takie obligacje emitowane przez bank centralny musiałyby być odpowiednio wyżej oprocentowane niż analogiczne obligacje skarbu państwa, żeby zrównoważyć efekt podatku bankowego. Jednocześnie emisja bardziej atrakcyjnych obligacji NBP mogłaby wywierać presję w kierunku wyższych rentowności obligacji skarbowych. Z punktu widzenia NBP emisja obligacji długoterminowych oznaczałaby prawdopodobnie większy koszt, gdyż średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych była w ostatnich kilkunastu latach średnio o ponad 1 pkt proc wyższa niż stopa referencyjna. Jednocześnie zakładamy, że w

Płynność walutowa (różnica między depozytami i kredytami walutowymi), mld zł



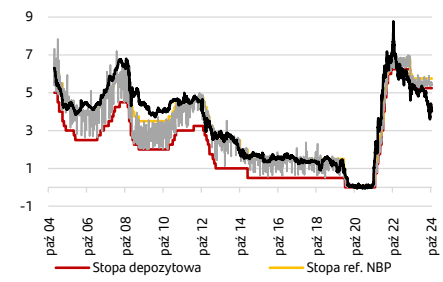
Źródło: NBP, Santander

Stawki basis swap



Źródło: NBP, Santander

Stawka Polonia vs. stopa depozytowa vs. stopa referencyjna



Źródło: NBP, Santander

Stopa NBP vs. rentowności obligacji 10-letnich



Źródło: NBP, Santander

² Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r., NBP, 2023, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2024/02/RozwojSystemuFinansowegoPolsce_2022.pdf

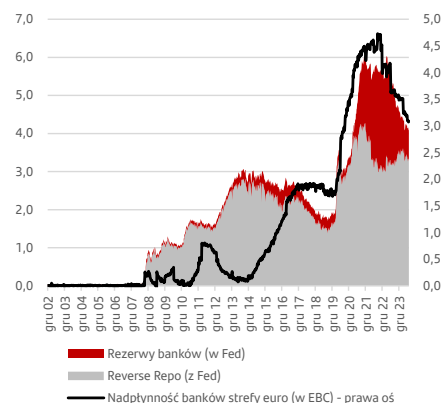
perspektywie kolejnych kwartałów krzywa obligacji zmieni kształt i wystromi się wraz obniżkami stóp.

Z kolei emisja obligacji NBP dla sektora niebankowego oznaczałaby też bezpośrednie zaangażowanie w bankowość dla firm i indywidualną. Oprocentowanie takich obligacji musiałoby być zbliżone do oprocentowania skarbowych obligacji detalicznych. Jednocześnie przekierowanie popytu gospodarstw domowych na obligacje NBP z obligacji detalicznych czy hurtowych Skarbu Państwa mogłoby również potencjalnie wywierać presję w górę na rentowności obligacji hurtowych.

Podsumowanie

Spodziewamy się w kolejnych latach stopniowego wzrostu nadpłynności sektora bankowego rzędu 100-200 mld zł, co będzie wynikać przede wszystkim z napływu środków unijnych. Będzie to oddziaływać w kierunku nieco słabszego złotego i będzie sprzyjało kształtowaniu się stawki Polonia blisko stopy depozytowej NBP. Przyspieszenie ilościowego zacieśnienia polityki pieniężnej mogłoby ograniczać zarówno PKB i inflację, ale takie rozwiązania mogłoby mieć zbyt destabilizujący wpływ na rynek finansowy. Wobec sprawnego funkcjonowania systemu nadmiaru płynności nie spodziewamy się też wprowadzenia niestandardowych instrumentów zmieniających strukturę absorpcji płynności, emisji obligacji NBP dla sektora bankowego czy niebankowego.

Nadpłynność sektora bankowego, mld EUR i USD



Źródło: EBC, Fed, MNB, CNB, NBP, Santander

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl