



Raport rynkowy

Poznań, czerwiec-lipiec 2022 r.

Spis treści

1. Streszczenie	3
2. Uwarunkowania makroekonomiczne	5
3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym.....	9
4. Analiza portfeli papierów komercyjnych w posiadaniu banków spółdzielczych	18
1) Sytuacja na rynku komercyjnych dłużnych papierów wartościowych.....	18
2) Zaangażowanie banków spółdzielczych w papiery komercyjne – dane zagregowane	29
5. Porównanie efektywności wybranych do analizy obszarów inwestycyjnych dostępnych na rynku	33
1) Rynek obligacji i rynek akcji.....	33
2) Rynek funduszy inwestycyjnych	36

1. Streszczenie

Raport rynkowy opracowany przez Departament Monitorowania Ryzyka i Restrukturyzacji IPS – SGB zawiera w syntetycznej formie omówienie sytuacji zaistniałej na rynkach finansowych w pierwszej połowie 2022 r., w szczególności wpływ uwarunkowań makroekonomicznych w kraju i na świecie na dynamikę stóp procentowych oraz oddziaływanie tej dynamiki na zachowanie się rynków papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych oraz papierów komercyjnych a także akcji i funduszy inwestycyjnych.

Bieżące uwarunkowania makroekonomiczne nie są korzystne. Coraz wyraźniejsze są bowiem oznaki pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych. Również struktura wzrostu gospodarczego w I kwartale 2022 r. wskazuje na niekorzystne tendencje, zachodzące w polskiej gospodarce, które mogą doprowadzić do obniżenia tempa wzrostu PKB.

Istotnym czynnikiem ryzyka dla tempa wzrostu PKB jest obecnie szybko rosnąca presja inflacyjna, obejmująca wszystkie działy gospodarki. Biorąc jednak pod uwagę narastające obawy członków RPP o wpływ podwyżek stóp na koniunkturę, w scenariuszu bazowym zakłada się, że Rady – po sierpniowej przerwie w posiedzeniach – we wrześniu podwyżką o 50 p.b. do 7,0% zakończy cykl zacieśnienia polityki pieniężnej. Bilans ryzyka dla prognozy jest ukierunkowany w górę – podwyżki stóp mogą być wyższe, w razie gdyby dynamika wzrostu cen nie osłabła w okresie wakacyjnym, czego obecnie spodziewa się RPP.

Rosnąca presja inflacyjna i nasilenie oczekiwań na wzrost podstawowych stóp procentowych NBP spowodowały wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych w I połowie 2022 r. Rentowność polskich skarbowych obligacji 5-letnich oscyluje obecnie powyżej 7,0% i na tym poziomie powinna pozostać w II połowie 2022 r. Wsparcie dla obligacji będzie zapewniać wzrost popytu na obligacje detaliczne. Wzrost rentowności zahamują też rosnące obawy o pogorszenie koniunktury, które przejściowo wpływać będą na ukształtowanie się inwersyjnej krzywej dochodowości.

Kombinacja łagodnej polityki fiskalnej (tarcze antyinflacyjne) i nie dość restrykcyjnej polityki pieniężnej (utrzymywanie ujemnej realnej stopy procentowej) w połączeniu z negatywnym szokiem podażowym (znaczący wzrost cen surowców energetycznych i żywności), zmniejsza atrakcyjność inwestycyjną Polski i utrzymuje presję deprecyjną. Złoty w latach 2022–2023 pozostanie słaby w stosunku do głównych walut. Ponadto na rynki finansowe negatywnie wpływa przedłużanie się konfliktu zbrojnego Rosji z Ukrainą.

Na rynku pierwotnym i wtórnym komercyjnych papierów dłużnych panowała stagnacja. W przypadku rynku wtórnego sytuacja była odmienna. Jedynie na rynku obligacji

korporacyjnych obroty w okresach styczeń – luty i luty – marzec br. rosły odpowiednio o 20,8% i 51%, wynosząc 134 mln zł, 162 mln zł i 244 mln zł. W pozostałych segmentach rynku wtórnego obroty były jednak nieznaczne.

W okresach zwiększonej presji na rentowność lepiej zachowują się portfele o niższej wrażliwości na zmianę stopy referencyjnej, a więc – w uproszczeniu – portfele o krótszej zapadalności. W przypadku obligacji z portfeli banków spółdzielczych, patrząc przez pryzmat duration, lepiej powinny zachowywać się obligacje korporacyjne niż JST, jednak efekt ten może być zniwelowany gorszą oceną kondycji ekonomiczno-finansowej emitenta.

W okresie pierwszego kwartału 2022 r. wszystkie najważniejsze globalnie obserwowane indeksy giełdowe kontynuowały trend spadkowy zapoczątkowany w IV kwartale ubiegłego roku, po okresie mniej więcej półtorarocznych wzrostów. Większość zanotowała maksimum roczne w okienku pomiędzy połową IV kwartału 2021 r. (GPW) a połową I kwartału 2022 r. (CAC40, FTSE100). W kolejnych tygodniach dominowała tendencja spadkowa, w obrębie której następowały jedynie ruchy korekcyjne o charakterze spekulacyjnym, niedające jednak sygnałów odwrócenia trendu. Kulminacja dynamiki spadków zbiegła się z rozpoczęciem wojny rosyjsko-ukraińskiej. Po trwającym mniej więcej 2 tygodnie odreagowaniu spadków wykorzystanych do restrukturyzacji portfeli trend spadkowy się utrwalił.

Polski indeks WIG20 w okresie pierwszego kwartału – patrząc przez pryzmat notowań z początku stycznia i końca marca 2022 r. – nie uległ istotnej przecenie; deprecjacja kwartalna wyniosła 6,71% i była niższa niż zanotowany w tym okresie spadek cen niejednej długoterminowej obligacji skarbowej. Mimo to w trakcie tego kwartału rozpiętość notowań, pomiędzy maksimum z połowy stycznia (2 429,03 osiągnięte 13.01.2022 r.) a minimum z 24 lutego (1 817,5) wyniosła w wartościach bezwzględnych niemal 612 punktów, co było równoznaczne ze spadkiem o 33,7%.

Na koniec marca 2022 r. jednostki uczestnictwa funduszy zarządzanych przez TFI Generali znalazły się w aktywach 13 banków spółdzielczych, Uczestników Systemu Ochrony SGB, a ich wartość bilansowała wyniosła łącznie 61 005,5 tys. zł; wynik ten oznaczał redukcję (o 20,6%) przedmiotowego portfela wobec stanu na koniec poprzedniego kwartału. Dla banków spółdzielczych Systemu Ochrony przeznaczony jest Fundusz SGB Dłużny. Spadki wartości jednostki uczestnictwa w tym Funduszu były rezultatem realizacji przyjętej strategii inwestycyjnej. W sytuacji wzrostu rynkowych stóp procentowych obligacje nabyte przez zarządzającego Funduszem we wcześniejszych okresach, emitowane w warunkach niższych stóp rynkowych, straciły na wartości.

2. Uwarunkowania makroekonomiczne

Na przełomie maja i czerwca opublikowano dane makroekonomiczne, które sygnalizują obniżenie trajektorii rozwoju gospodarczego Polski w nadchodzących kwartałach. Coraz wyraźniejsze są bowiem oznaki pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych. Również struktura wzrostu gospodarczego w I kwartale 2022 r. wskazuje na niekorzystne tendencje, zachodzące w polskiej gospodarce, które mogą doprowadzić do obniżenia tempa wzrostu PKB.

W I kwartale 2022 r. PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych przy 2015 jako roku odniesienia) wzrósł realnie o 2,5% k/k i o 9,2% r/r. PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) wzrósł realnie o 8,5% r/r. Pozytywny wpływ popytu krajowego na gospodarkę wyniósł 12,3 p.p. Wpływ spożycia ogółem wyniósł 4,0 p.p., z tego wpływ spożycia w sektorze gospodarstw domowych wyniósł 3,9 p.p., a wpływ spożycia publicznego osiągnął 0,1 p.p. Wpływ popytu inwestycyjnego wyniósł 0,6 p.p., a oddziaływanie przyrostu rzeczowych środków obrotowych – aż 7,7 p.p. Odnotowano negatywny wpływ eksportu netto na tempo wzrostu PKB (-3,8 p.p.).

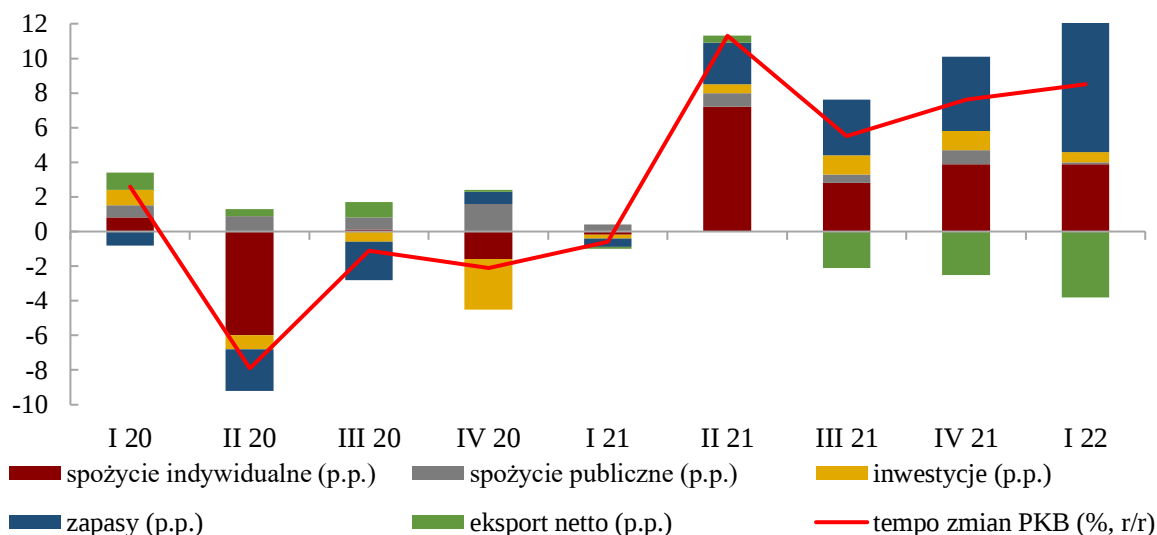
Z danych GUS wynika, że w I kwartale 2022 r. nastąpił wzrost PKB, który w skali roku wyniósł aż 8,5%. Akumulacja brutto była wyższa o 57,3%, jednak inwestycje zwiększyły się tylko o 4,2%, co wskazuje na duże znaczenie zmiany stanu zapasów w strukturze wzrostu akumulacji brutto i PKB. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych wzrosło o 6,6%, a wspierała go ta część zakupów uchodźców z Ukrainy, która nie została ujęta w eksporcie. Ten zaś zwiększył się w I kwartale br. tylko o 2,0%, podczas gdy import wzrósł o 8,8%.

Na tempo wzrostu PKB w dużym stopniu wpłynęło więc budowanie zapasów. Z badań ankietowych, służących do wyznaczania wskaźnika koniunktury PMI w polskim sektorze przemysłowym, wynika, że przedsiębiorstwa systematycznie gromadzą materiały i surowce. Przyczyną jest niepewność związana z wojną w Ukrainie i rosnące ceny surowców i półfabrykatów. Czerwcowy odczyt wskaźnika PMI zasygnalizował wyraźne pogorszenie nastrojów w polskim przemyśle. W badaniach ankietowych odnotowano drastyczny spadek produkcji i nowych zamówień. Skala spadków była jedną z najsilniejszych w historii badania, czyli w ostatnich 24 latach. Większe spadki odnotowywano jedynie w apogeum globalnego kryzysu finansowego oraz po wybuchu pandemii COVID-19. Co więcej, nowe zamówienia eksportowe odnotowały najsilniejszy spadek od maja 2020 r. Ograniczenie krajowego i zagranicznego popytu było skutkiem niepewności wywołanej wojną w Ukrainie, ale i wzrostu cen wyrobów gotowych. Dostosowania objęły pracowników, jako że badane przedsiębiorstwa zaraportowały – pierwszy raz od listopada 2021 r. – ograniczenie zatrudnienia. Wszystko to

składa się na obraz gospodarki przechodzącej w szybkim tempie do fazy spowolnienia w cyklu koniunkturalnym.

Znaczący spadek nowych zamówień, w tym zamówień zagranicznych od głównych partnerów handlowych z UE, zapowiada spadek sprzedaży na te rynki, co pogorszy i tak już negatywną sytuację w handlu zagranicznym (w okresie od stycznia do kwietnia br. ujemne saldo wymiany towarowej wyniosło 45,3 mld zł). Efektem będzie spadek produkcji, dokonujący się w warunkach wysokich kosztów działania. W takich warunkach przedsiębiorstwa nie będą zwiększać inwestycji, a już w I kwartale br. dynamika nakładów inwestycyjnych w podmiotach zatrudniających 50 i więcej osób była niewysoka i wyniosła zaledwie 1,3% r/r.

Wykres 1. Tempo wzrostu gospodarczego i skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost realny PKB



Źródło: GUS.

Spodziewanemu osłabieniu koniunktury będzie towarzyszyć bardzo silna presja inflacyjna; inflacja jest obecnie stymulowana zarówno czynnikami o charakterze podażowym, jak i popytowym. Rosnące ceny energii, w połączeniu z powszechnym niedoborem surowców i półfabrykatów, przekładają się na wzrost kosztów działania. Te są przerzucane na odbiorców finalnych, co jest tym łatwiejsze, że popandemiczny popyt wspiera uruchomienie tzw. tarcz antyinflacyjnych, a także realizacja żądań płacowych pracowników.

Podwyższona inflacja, znacznie powyżej celu inflacyjnego NBP, która – zgodnie z obecną prognozą – utrzyma się do końca 2023 r. (średnioroczna inflacja w 2022 r. przekroczy 14,0%), będzie ograniczać konsumpcję, a podwyższona niepewność odnośnie do sytuacji

gospodarczej w kraju i na świecie ograniczy inwestycje. Spodziewane zacieśnienie polityki pieniężnej dodatkowo pogorszy koniunkturę, obniżając rentowność projektów inwestycyjnych i utrudniając pozyskanie finansowania podmiotom gospodarczym. Pogorszą się też nastroje konsumenckie i osłabnie skłonność do dokonywania ważnych zakupów.

Tempo wzrostu PKB po wysokim odczycie w I kwartale tego roku (8,5% r/r) w kolejnych kwartałach będzie słabnąć. Łącznie w 2022 r. PKB wzrośnie o ok. 4,4%. Kolejny rok przyniesie niższą dynamikę PKB, ok. 2,0%. Głównym filarem wzrostu gospodarczego będzie konsumpcja prywatna (wzrost o ok. 5,0% w 2022 r.). Negatywnie na wzrost PKB będzie wpływać wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych i drożenie uprawnień do emisji CO₂ oraz utrzymujące się zaburzenia w łańcuchach dostaw w gospodarce światowej, które będą negatywnie oddziaływać na saldo wymiany z zagranicą, a także hamować wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Czynnikiem niepewności jest dalszy przebieg pandemii COVID-19 (niewykluczone ponowne wprowadzanie ograniczeń sanitarnych, zakłócających funkcjonowanie gospodarki i zwiększających koszty funkcjonowania przedsiębiorstw), niepewność związana z wykonaniem tzw. kamieni milowych, co jest warunkiem akceptacji przez Komisję Europejską Krajowego Planu Odbudowy i uruchomienia finansowania inwestycji z programu Next Generation EU, a także konflikt zbrojny Rosji i Ukrainy, wpływający na dynamikę cen dóbr i usług konsumpcyjnych.

Tabela 1. Prognozy wskaźników makroekonomicznych w latach 2022–2023 (w %, stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	III kw. 2022	IV kw. 2022	I kw. 2023	II kw. 2023	III kw. 2023	IV kw. 2023
PKB (r/r)	2,8	1,1	0,1	1,0	2,0	2,6
Konsumpcja prywatna (r/r)	3,9	1,1	0,5	1,3	2,0	2,6
Inwestycje (r/r)	1,4	0,8	0,3	2,5	3,5	4,2
CPI (r/r)	17,2	16,2	14,5	10,1	9,7	8,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,0	5,2	5,3	4,7	4,7	4,9

Źródło: prognozy IPS-SGB.

Na rynku pracy coraz silniejsze będą ograniczenia podażowe, a ograniczony zasób osób aktywnych zawodowo będzie stanowić czynnik hamujący wzrost gospodarczy. Wraz z podwyżkami administracyjnymi dotyczącymi tzw. płacy minimalnej będzie to też czynnikiem stymulującym wzrost wynagrodzeń. W maju 2022 r. przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się o 3,4% m/m. W skali roku wzrosło ono o 13,5%, a najsilniej w tym okresie rosły wynagrodzenia w transporcie i gospodarce magazynowej

oraz rolnictwie (dynamika przekraczająca 20% r/r). Wzrost płac w ujęciu nominalnym był jednak słabszy od wzrostu cen. Tempo wzrostu realnego funduszu płac osłabło i wyniosło już tylko 2,1% r/r. Wzrost wynagrodzeń jest efektem żądań płacowych pracowników, co w połączeniu z rosnącymi kosztami działania przedsiębiorstw, wysokimi cenami surowców energetycznych na rynkach światowych, administracyjną podwyżką cen energii elektrycznej i gazu, przełoży się na wysoką inflację mierzoną indeksem cen dóbr i usług konsumpcyjnych.

Do wyższej inflacji przyczyni się też drożejąca żywność. Ceny skupu podstawowych produktów rolnych w maju 2022 r. wzrosły nieco słabiej, niż przed miesiącem, bo o 2,3% m/m i o 46,3% r/r. W skali roku nadal silnie drożały zboża (pszenica – o 74,5% r/r, żyto – o 81,2% r/r). Znacznie droższy niż rok temu był żywiec wołowy (o 61,5% r/r) i drób (o 54,9% r/r). Presja ze strony cen żywności na wskaźnik CPI (w którym ma ona ponad 24% udział) jest bardzo silna i nie osłabnie, jako że żywność na światowych rynkach wciąż drożeje wskutek wojny w Ukrainie, gorszych od zakładanych plonów, a także szybko rosnących kosztów produkcji (nawozy, paliwa). Wzrost cen w kraju będzie się dokonywać w środowisku podwyższonej inflacji na świecie, na co wpłyną wysokie ceny frachtów, półfabrykatów i surowców. Presję inflacyjną pogłębi wstrzymanie eksportu surowców energetycznych z Rosji przez kraje UE.

Na dynamikę PKB, oprócz sytuacji geopolitycznej i przekształcenia Polski w państwo frontowe, negatywnie będzie oddziaływać słabnięcie dynamiki eksportu w warunkach silnej dynamiki importu (według NBP w kwietniu 2022 r. wartość eksportu towarów wzrosła o 9,6% r/r, a importu – o 24,8% r/r). Niekorzystnie na dynamikę eksportu oddziałują zakłócenia w międzynarodowych łańcuchach dostaw. Dodatkowo na obniżenie dynamiki eksportu ogółem wpłynął głęboki spadek sprzedaży do Rosji. W kwietniu br. kraj ten spadł na 23 miejsce wśród najważniejszych partnerów w polskim eksporcie (wobec 7 miejsca w kwietniu 2021 r.). Wysoka dynamika importu związana była przede wszystkim z dalszym wzrostem cen paliw. W wyniku utrzymującej się dużej (największej co najmniej od 2005 r.) dysproporcji między nominalnymi dynamikami eksportu i importu deficyt obrotów towarowych powiększył się w kwietniu 2022 r. do 11,5 mld zł (wobec nadwyżki 5,5 mld zł w kwietniu 2021 r.).

3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym

Istotnym czynnikiem ryzyka dla tempa wzrostu PKB na świecie jest obecnie szybko rosnąca presja inflacyjna, obejmująca wszystkie działy gospodarki. Większość projekcji międzynarodowych instytucji i organizacji finansowych zakłada, że szczyt inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI przypadnie na przełom 2022 i 2023 roku. Później nastąpi jej wygaszenie. Polityka pieniężna głównych banków centralnych nie będzie jednak jednorodna.

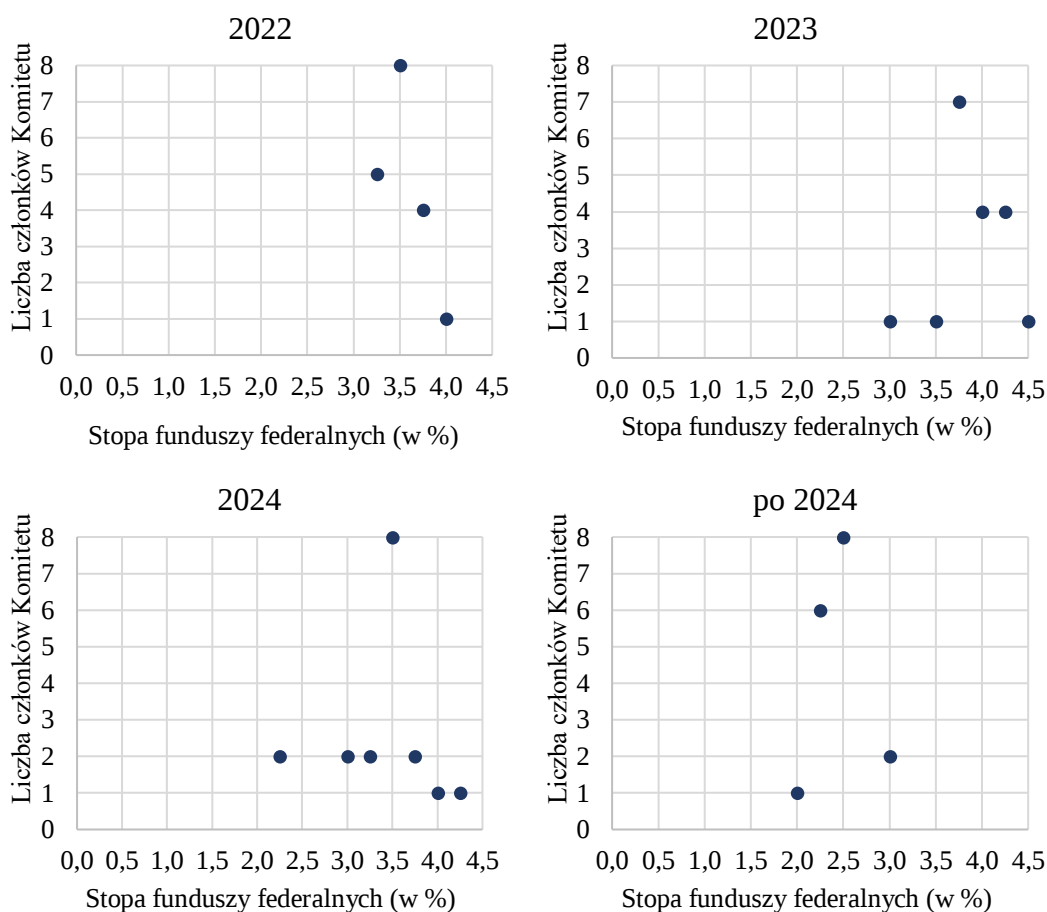
W Stanach Zjednoczonych obserwuje się wciąż silny popyt konsumpcyjny, przekładający się na trwający od początku roku systematyczny wzrost sprzedaży detalicznej, w warunkach silnego rynku pracy i systematycznie tworzonych nowych etatów. W tej sytuacji Federalny Komitet Otwartego Rynku już na marcowym posiedzeniu zdecydował o podwyżce stopy funduszy federalnych o 25 p.b., do przedziału 0,25–0,50%, a na posiedzeniu w maju – o 50 p.b. (podwyżka w tej skali nastąpiła pierwszy raz od 22 lat), do 0,75–1,00%. Jednocześnie Komitet zdecydował o redukcji portfela obligacji skarbowych i hipotecznych amerykańskiego banku centralnego o 47,5 mld dolarów miesięcznie, począwszy od czerwca br. Od września skala redukcji wyniesie już 95 mld dolarów miesięcznie.

Na majowym posiedzeniu Komitetu uznano, że dalsze podwyżki będą właściwe. Komitet ocenił, że inflacja jest podwyższona wskutek nierównowagi popytowo-podażowej, wysokich cen energii i presji cenowej w gospodarce. Wymaga to dostosowania nastawienia polityki pieniężnej. Precyzując tę zapowiedź, na konferencji prasowej po posiedzeniu przewodniczący Komitetu J. Powell wskazał, że nastąpią kolejne podwyżki stopy funduszy federalnych, choć zwiększenie skali podwyżek powyżej 50 p.b. nie jest obecnie rozważane.

Mimo to na czerwcowym posiedzeniu Federalnego Komitetu Otwartego Rynku podniesiono stopę funduszy federalnych o 75 p.b., do przedziału 1,50–1,75%. Była to pierwsza tak wysoka podwyżka od maja 1994 r. Komitet uznał, że dalsze podwyżki będą zasadne. Zapowiedział też kontynuację redukcji posiadanego portfela obligacji skarbowych i hipotecznych (obecne tempo redukcji to 47,5 mld dolarów miesięcznie, a od września skala redukcji zostanie zwiększona do 95 mld dolarów miesięcznie). Komitet poinformował, że jest zdeterminowany, aby przywrócić inflację do celu, wynoszącego 2%, dlatego też będzie odpowiednio reagował na materializację wszystkich ryzyk, które mogłyby temu celowi zagrozić. Obecnie większość członków Komitetu zakłada podwyżkę stopy funduszy federalnych do poziomu 3,25–3,50% lub wyższego na koniec 2022 r. Na koniec 2023 r. zakładany poziom tej stopy wyniesie co najmniej 3,75%. W kolejnych latach stopa funduszy federalnych ma już być niższa. Członkowie Komitetu oczekują, że inflacja mierzona

wskaźnikiem PCE w 2022 r. osiągnie 5,2%, by później obniżyć się do 2,0% po 2024 r. Tempo wzrostu PKB ma wynieść 1,7–1,9% w nadchodzących latach. Wydźwięk ostatnich posiedzeń Komitetu jest jastrzębi i zapowiada dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

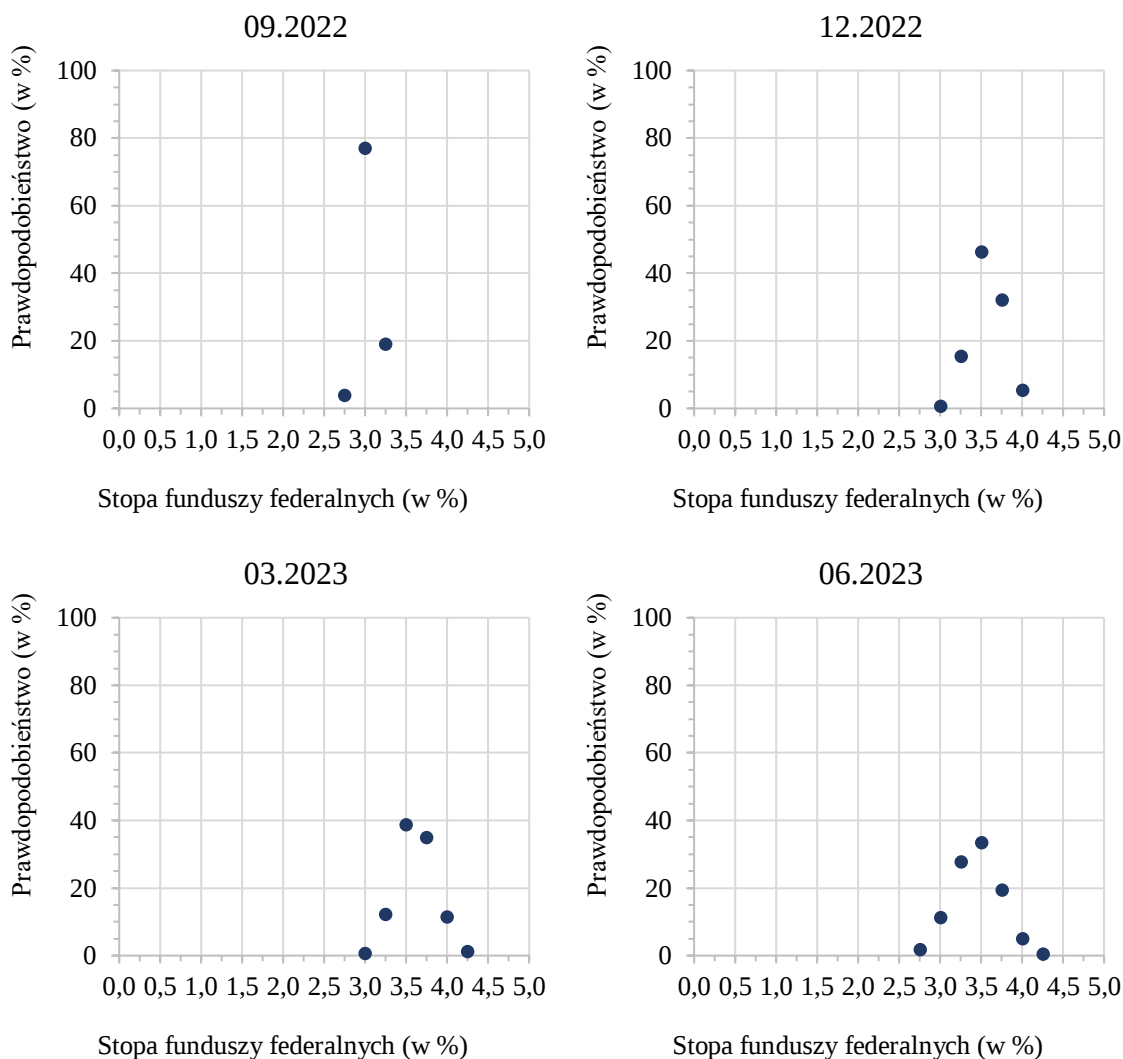
Wykres 2. Prognozy poziomu stopy funduszy federalnych, sformułowane przez członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku w czerwcu 2022 r.



Źródło: System Rezerwy Federalnej.

Oczekiwania inwestorów są spójne z zapowiedzianym przez Komitet podejściem do polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Z wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe, notowanych na giełdzie w Chicago 5 lipca 2022 r., wynika, że inwestorzy oczekują na koniec 2022 r. stopy funduszy federalnych w przedziale 3,50–3,75%. Do połowy 2023 r. spodziewana jest stabilizacja tej stopy.

Wykres 3. Prognozy poziomu stopy funduszy federalnych na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 4 lipca 2022 r.



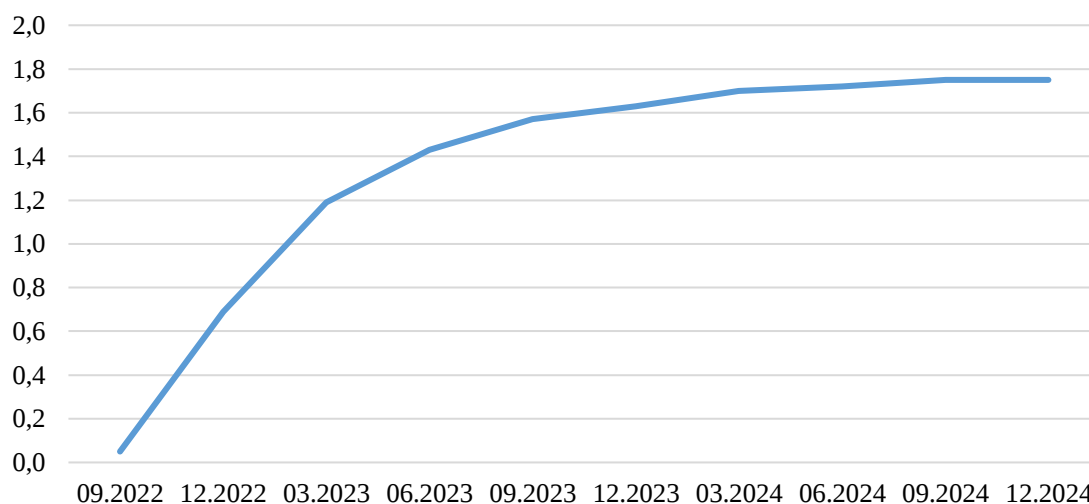
Źródło: CME FedWatch Tool.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego powstrzymywała się długo z decyzjami o podwyżkach stopy referencyjnej. Przyczyną była niepewność, która znacznie wzrosła po wybuchu wojny Rosji z Ukrainą. W jej rezultacie nastąpiło osłabienie koniunktury i spadek popytu wewnętrznego oraz zewnętrznego, przy jednoczesnym utrzymywaniu się ograniczeń podaży związanych z wydłużeniem, a nawet zerwaniem, łańcuchów dostaw. Z zapisów dyskusji publikowanych po posiedzeniach Rady Prezesów EBC wynikało jednak, że członkowie Rady od początku bieżącego roku mieli coraz większe obawy o perspektywy inflacji uznając, że bilans ryzyka w tym zakresie jest niekorzystny.

Rada Prezesów EBC powoli zmieniała komunikację z rynkiem w zakresie zmiany nastawienia w polityce pieniężnej. Prezes EBC Ch. Lagarde z wyprzedzeniem informowała o możliwości podniesienia podstawowych stóp procentowych jeszcze w 2022 r. wskazując, że polityka pieniężna powinna być stopniowana i elastycznie dopasowywana do zmian bieżących warunków makroekonomicznych.

Realizując tę zapowiedź, Rada na czerwcowym posiedzeniu zdecydowała, że spełnione zostały warunki dla podnoszenia podstawowych stóp procentowych EBC. Rada zapowiedziała, że zamierza podnieść podstawowe stopy procentowe EBC o 25 p.b. na swoim posiedzeniu w sprawie polityki pieniężnej w lipcu. Na dalszy okres Rada Prezesów przewiduje kolejną podwyżkę podstawowych stóp procentowych EBC we wrześniu. Jej skala będzie zależać od zaktualizowanych średniookresowych perspektyw inflacji. Jeśli średniookresowe perspektywy inflacji się utrzymają lub pogorszą, stosowna będzie większa niż 25 p.b. podwyżka stóp na posiedzeniu we wrześniu. Rada przewiduje też, że po wrześniu stosowne będzie dalsze podnoszenie stóp procentowych w stopniowy, ale konsekwentny sposób. Oznacza to kontynuację stopniowej zmiany nastawienia w polityce pieniężnej.

Wykres 4. Prognozy poziomu stopy EURIBOR 1M na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 5 lipca 2022 r. (w %)



Źródło: Chatham Financial.

Na czerwcowym posiedzeniu zdecydowano również, że zakupy netto aktywów w ramach programu skupu aktywów (APP) zakończą się 1 lipca 2022 r. Rada Prezesów zamierza nadal reinwestować w całości spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych

nabytych w ramach programu APP jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak zaczną podnosić podstawowe stopy procentowe EBC, a w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne do utrzymania warunków dużej płynności i odpowiedniego nastawienia polityki pieniężnej. Za to w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (PEPP), Rada Prezesów zamierza reinwestować spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach tego programu co najmniej do końca 2024 r.

Zgodnie projekcjami EBC, roczna inflacja ma wynieść 6,8% w 2022 r., po czym powinna obniżyć się do 3,5% w 2023 r. i 2,1% w 2024 r. To oznacza, że według przewidywań inflacja ogółem pod koniec horyzontu projekcji będzie nieco powyżej celu Rady Prezesów. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności według projekcji ma wynieść średnio 3,3% w 2022 r., 2,8% w 2023 r. i 2,3% w 2024 r. Natomiast roczna dynamika realnego PKB ma wynieść 2,8% w 2022 r., 2,1% r. w 2023 oraz 2,1% r. w 2024.

Na nadzwyczajnym dodatkowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC zdecydowała o kontynuacji prac zapobiegających fragmentacji rynku finansowego w strefie euro, by zahamować wzrost rentowności obligacji w krajach południa Europy. Jednocześnie poinformowano, że reinwestowane środki z zapadających obligacji kupionych w ramach nadzwyczajnego pandemicznego programu skupu zostaną przeznaczone na wsparcie rynków długu tych krajów. Nie wskazano jeszcze jednak – jak dotąd – działań, które temu celowi mają posłużyć.

Inne banki centralne również podnoszą podstawowe stopy procentowe. Stopa referencyjna Szwajcarskiego Banku Narodowego została nieoczekiwanie podniesiona od 17 czerwca o 50 p.b., a była to pierwsza podwyżka od 15 lat. Inwestorzy spodziewali się podwyżki, ale dopiero w lipcu br. W komunikacie wydanym po posiedzeniu stwierdzono, że zaostrzenie polityki pieniężnej ma na celu powstrzymanie rozprzestrzeniania się inflacji w Szwajcarii. Wskazano zarazem, że nie można wykluczyć, iż w dającej się przewidzieć przyszłości konieczne będą dalsze podwyżki. Szwajcarski Bank Centralny nie uznaje już, że frank jest przewartościowany, jako że silniejsze są obawy władz monetarnych o procesy cenowe w tym kraju. Taki komunikat przełożył się na skokowe umocnienie franka szwajcarskiego, do poziomu ok. 4,70 CHF/PLN według średniego kursu NBP. Proces aprecjacji franka wobec złotego będzie zapewne długotrwały.

W mniejszym stopniu stopę referencyjną podniósł Bank Anglii – o 25 p.b., do 1,25%. 3 z 9 członków Komitetu Polityki Pieniężnej głosowało jednak za podwyżką w wyższej skali, wynoszącą 50 p.b. Oznacza to, że możliwe są wyższe podwyżki stopy referencyjnej na kolejnych posiedzeniach, zwłaszcza że obecne prognozy Banku Anglii dotyczące inflacji

w Wielkiej Brytanii w 2022 r. wskazują na jej docelowy poziom wynoszący ok. 11,0% r/r. Jednocześnie spodziewane osłabienie koniunktury ma nie być znaczne. Polityka pieniężna w Wielkiej Brytanii pozostanie jastrzębia, a to oznacza dalszą aprecjację tej waluty w stosunku do złotego.

Presja inflacyjna w polskiej gospodarce narasta. W I kwartale 2022 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły w skali roku w największym stopniu od 2000 r., bo o 9,7% (wobec 2,7% rok wcześniej), w tym odnotowano wysoki wzrost cen towarów i usług związanych z transportem (o 17,1%), cen w zakresie mieszkania (o 13,7%) oraz cen żywności i napojów bezalkoholowych (o 8,7%). Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w maju 2022 r. wzrosły o 13,9% r/r. W skali miesiąca ceny wzrosły o 1,7%. Inflacja bazowa wyniosła rekordowe 8,5% r/r i 1,0% m/m. Natomiast w czerwcu br., według wstępnego oszacowania, wskaźnik CPI wyniósł 15,6% r/r i 1,5% m/m. Pozytywnym zjawiskiem jest wyhamowywanie dynamiki cen w skali miesiąca – odczyt wskaźnika CPI w tym ujęciu w czerwcu był niższy 4 miesiąc z rzędu. Presja cenowa z rynków żywności i energii doprowadzi jednak do dalszego wzrostu cen, a wskaźnik CPI w II połowie roku będzie się kształtował w przedziale 16–17,5% r/r.

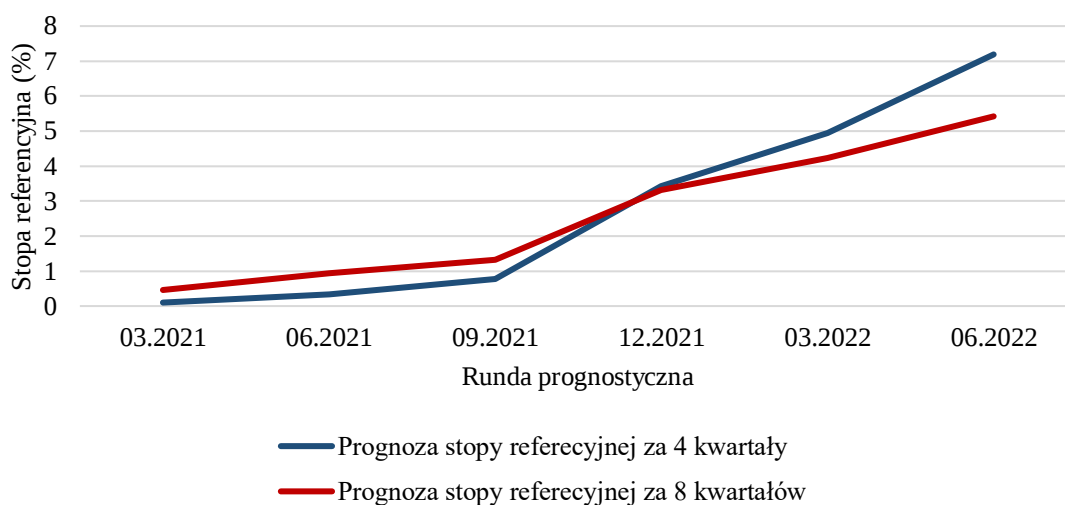
W takich warunkach polskie władze monetarne muszą kontynuować cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Stopa referencyjna według stanu na 7 lipca br. wynosi 6,50%. W komunikatach wydawanych po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej stwierdzono, że wciąż utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Podwyższenie stóp procentowych NBP ma umożliwić obniżenie inflacji do celu w średnim okresie, ma także oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych.

Decyzja Rady o zmniejszeniu tempa zacieśnienia monetarnego (podwyżka stopy referencyjnej o 50 p.b. w lipcu br., o 75 p.b. w maju i czerwcu wobec 100 p.b. w marcu) świadczy o tym, że RPP coraz bardziej obawia się negatywnego wpływu podwyżek stóp na koniunkturę. Dlatego też na konferencji po czerwcowym posiedzeniu prezes NBP A. Głapiński stwierdził, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej jest bliżej końca niż początku, a przy przyjęciu założenia, że nie nastąpią niespodziewane wydarzenia, pod koniec przyszłego roku, być może będzie już można dokonać obniżki podstawowych stóp procentowych NBP.

Notowania stawek FRA wyceniają podwyżkę stopy referencyjnej NBP do poziomu ok. 7,0–7,5%, r. Biorąc pod uwagę narastające obawy członków RPP o wpływ podwyżek stóp na koniunkturę, w scenariuszu bazowym zakłada się, że RPP – po sierpniowej przerwie w posiedzeniach – we wrześniu podwyżką o 50 p.b. do 7,0% zakończy cykl zacieśnienia

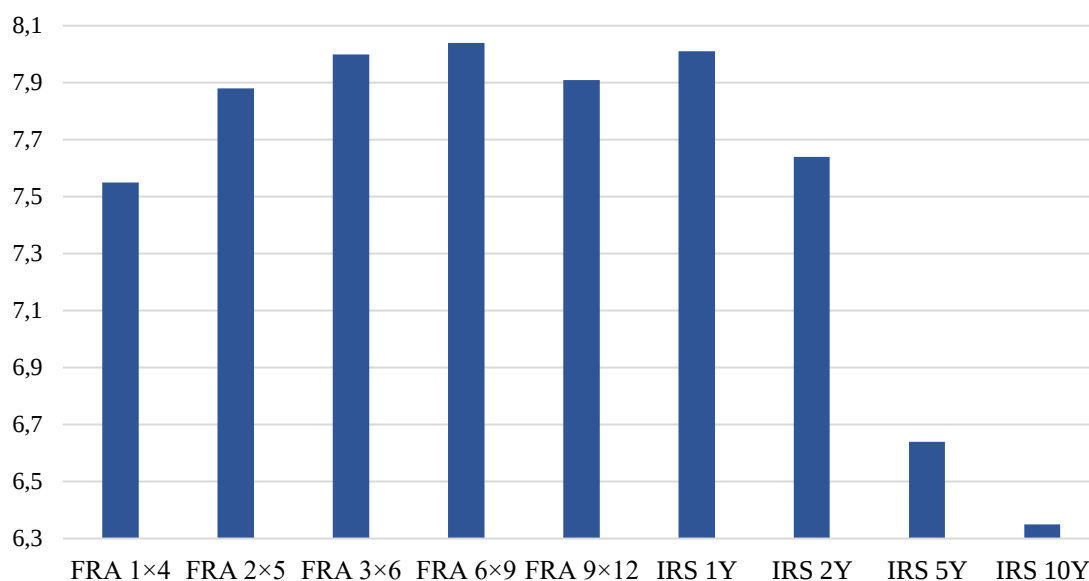
polityki pieniężnej. Bilans ryzyka dla prognozy jest jednak ukierunkowany w górę – podwyżki stóp mogą być wyższe, w razie gdyby dynamika wzrostu cen nie osłabła w okresie wakacyjnym, czego obecnie spodziewa się RPP. Nie jest to jednak obecnie scenariusz bazowy – ani w wycenach instrumentów pochodnych, ani też w prognozach profesjonalnych prognostów, agregowanych przez NPB.

Wykres 5. Mediana prognoz poziomu stopy referencyjnej NBP w Ankiecie Makroekonomicznej NBP



Źródło: NBP.

Wykres 6. Notowania kontraktów FRA i IRS według stanu na 7 lipca 2022 r.

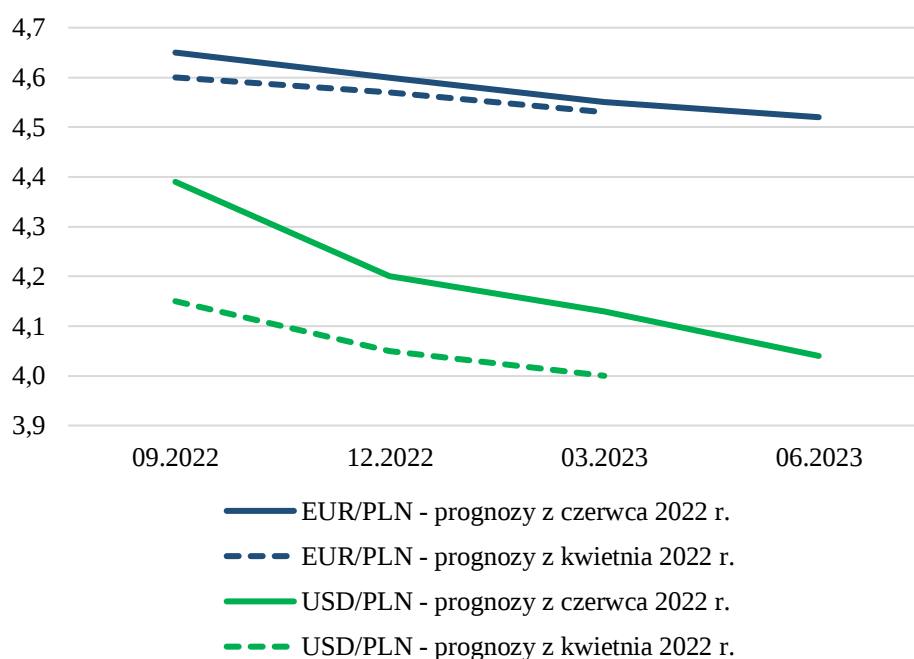


Źródło: Patria.

Rosnąca presja inflacyjna i nasilenie oczekiwań na wzrost podstawowych stóp procentowych NBP spowodowały wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych w I połowie 2022 r. Kolejne, coraz wyższe odczyty inflacji w Polsce, wywierają presję na utrzymywanie się rentowności na polskim rynku obligacji skarbowych na podwyższonym poziomie przy zwiększonej zmienności tych notowań. Tendencje wzrostowe są wspierane zwłaszcza na dłuższym krańcu krzywej dochodowości, co odzwierciedla obawy przed uporczywością procesów inflacyjnych. Rentowność polskich skarbowych obligacji 5-letnich oscyluje obecnie powyżej 7,0% i na tym poziomie powinna pozostać w II połowie 2022 r. Wsparcie dla obligacji będzie zapewniać wzrost popytu na obligacje detaliczne – w czerwcu br. gospodarstwa domowe kupiły obligacje na łączną kwotę 13,9 mld zł wobec 2,4 mld zł w maju. Wzrost rentowności zahamują też rosnące obawy o pogorszenie koniunktury, które przejściowo wpływać będą na ukształtowanie się inwersyjnej krzywej dochodowości.

Kombinacja łagodnej polityki fiskalnej (tarcze antyinflacyjne) i nie dość restrykcyjnej polityki pieniężnej (utrzymywanie ujemnej realnej stopy procentowej) w połączeniu z negatywnym szokiem podażowym (znaczący wzrost cen surowców energetycznych i żywności), zmniejsza atrakcyjność inwestycyjną Polski i utrzymuje presję deprecyjną. Złoty w latach 2022–2023 pozostanie słaby w stosunku do głównych walut. Ponadto na rynki finansowe negatywnie wpływa przedłużanie się konfliktu zbrojnego Rosji z Ukrainą.

Wykres 7. Mediana prognoz kursów walut w serwisie Bloomberg (w zł)



Źródło: Bloomberg, bankier.pl.

Ten ostatni czynnik, wraz z odpływem kapitału do dolara amerykańskiego wskutek prawdopodobnego zacieśnienia polityki pieniężnej przez Federalny Komitet Otwartego Rynku, będzie negatywnie oddziaływać na polskiego złotego, hamując jego aprecjację w stosunku do głównych walut na świecie. Pogarsza się też sentyment rynkowy: mediana bieżących prognoz walutowych, formułowanych przez międzynarodowe instytucje finansowe, przesunęła się wyraźnie w górę, zwłaszcza dla kursu USD/PLN (efekt zdyskontowania zrealizowanych i zapowiedzianych podwyżek stopy funduszy federalnych), w porównaniu z prognozami formułowanymi wkrótce po wybuchu wojny w Ukrainie. Rosnąca niepewność i obawy związane z recesją gospodarczą oraz kryzysem energetycznym w Europie nie pomogą polskiej walucie.

Krótkoterminowe perspektywy dla złotego są negatywne. Z notowań kontraktów terminowych na giełdzie w Chicago z 7 lipca br. wynika, że w III kwartale br. oczekuje się, że złoty pozostanie słaby, nawet na poziomie przekraczającym 4,7 USD/PLN. Złoty pozostanie słaby również wobec euro, na co wpływ ma wspomniana awersja do ryzyka w regionie oraz forward guidance EBC, z którego wynika zmiana nastawienia w polityce pieniężnej w strefie euro i rozpoczęcie cyklu zacieśniania tej polityki.

Tabela 2. Prognozy stopy referencyjnej, kursów walut w NBP i rentowności obligacji skarbowych w latach 2022–2023 (stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	III kw. 2022	IV kw. 2022	I kw. 2023	II kw. 2023	III kw. 2023	IV kw. 2023
USD/PLN	4,64	4,61	4,57	4,54	4,52	4,47
EUR/PLN	4,73	4,68	4,64	4,62	4,60	4,57
2Y PLN	7,31	7,15	7,15	7,13	6,76	6,11
5Y PLN	7,38	7,34	7,32	7,25	6,89	6,34
stopa referencyjna	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,00

Źródło: IPS-SGB.

W dłuższym okresie, w razie eskalacji wojny Rosji z Ukrainą kapitał może okresowo odpływać do tzw. bezpiecznych przystani. Przełożyłoby się to na okresowe pogłębienie deprecjacji złotego wobec głównych walut. Konsekwencją byłoby generowanie impulsów inflacyjnych ze strony kanału kursowego, co na zasadzie sprzężenia zwrotnego oddziaływałoby deprecjacyjnie na złotego. Przyjmuje się jednak, że w scenariuszu bazowym dojdzie do wygaszenia niepewności na rynku i stopniowego odrabiania strat przez polską walutę.

4. Analiza portfeli papierów komercyjnych w posiadaniu banków spółdzielczych

1) Sytuacja na rynku komercyjnych dłużnych papierów wartościowych

W I kwartale 2022 r. na regulowanych rynkach obligacji (Catalyst i BondSpot) notowane były 633 serie dłużnych papierów wartościowych 186 emitentów, w tym:

- a) 319 serii obligacji wyemitowanych przez 113 przedsiębiorstw (spółek prawa handlowego) na kwotę 69 741 mln zł,
- b) 299 serii obligacji wyemitowanych przez 66 jednostek samorządów na kwotę 35 807 mln zł; kategoria ta obejmuje:
 - emisje instytucji europejskich (EBI i EBR) na łączną kwotę ponad 29,2 mld zł,
 - obligacje wyemitowane przez krajowe samorządy różnego szczebla (w przeważającej liczbie przez miasta i gminy) stanowiły pozostałe 6,6 mld zł tj. 18,6% wolumenu,
- c) 7 serii obligacji wyemitowanych przez 6 banków spółdzielczych na kwotę 84,2 mln zł (szczegóły dot. tych emisji zawiera tabela 3 poniżej).

Tabela 3. Emisje banków spółdzielczych notowane na rynku publicznym

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
KRAKOWSKI BANK SPÓŁDZIELCZY	09.2013	20.09.2023	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 3,3%	8,02%	50 000,00
PBS CIECHANÓW	09.2012	14.09.2027	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 3,5%	7,88%	11 090,00
	11.2014	26.11.2024	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 3,0%	5,06%	5 220,00
BS LIMANOWA	05.2015	15.05.2025	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 3,0%	4,83%	5 000,00
ESBANK	01.2012	16.07.2025	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 3,0%	6,10%	5 000,00
BS-PMBS ZABŁUDÓW	12.2011	18.06.2024	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 3,0%	5,60%	5 000,00
BAŁTYCKI BANK SPÓŁDZIELCZY	06.2012	24.12.2025	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 3,0%	5,62%	2 900,00

Źródło: Obligacje.pl.

Wśród obligacji pierwszej grupy znalazło się 35 serii obligacji 9 banków komercyjnych (Alior Bank, BOŚ, Bank Pocztowy, Getin Noble Bank, mBank, Bank Millennium, Bank Pekao, PKO BP oraz Santander Bank Polska). Łączna wartość nominalna obligacji banków komercyjnych, uplasowanych na Catalyst, wyniosła ponad 11,65 mld zł. Stanowiło to na koniec

I kwartału 2022 r. 11% wszystkich notowanych na rynku publicznym obligacji komercyjnych i ponad 16% obligacji korporacyjnych.

Do emitentów z największym – ponad 3% – udziałem w rynku obligacji korporacyjnych należeli na koniec analizowanego okresu: PKN Orlen (5,88%), Pekao (3,94%), PKO BP (3,87%), PZU (3,23%): szczegóły dotyczące tych emisji zawiera tabela 4. Trzech kolejnych emitentów – Enea, Cyfrowy Polsat, KGHM Polska Miedź – odnotowało 2,87% udziału w rynku obligacji korporacyjnych, co było równoznaczne z uplasowaniem emisji na poziomie 2 mld zł. Wymienionych siedem podmiotów wyemitowało łącznie obligacje o wartości nominalnej bliskiej 17,8 mld zł, co stanowiło 16,85% całego rynku pierwotnego nieskarbowych obligacji notowanych na rynku publicznym, którego wartość na koniec I kwartału 2022 r. wyniosła nieco ponad 105,6 mld zł.

Tabela 4. Emitenci o największym udziale w publicznym rynku obligacji korporacyjnych

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
PKN Orlen S.A.	12.2017	08.12.2022	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1%	3,51%	200 000
	05.2018	05.06.2022	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,2%	3,63%	200 000
	05.2018	19.06.2022	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,2%	3,80%	200 000
	07.2018	13.07.2022	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,2%	4,24%	200 000
	12.2020	22.12.2025	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,95%	3,56%	1 000 000
	05.2021	27.05.2028	półroczne, stałe	1,125%	2 300 000*
Bank Pekao Polska Kasa Opieki S.A.	10.2017	29.10.2027	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,52%	2,46%	1 250 000
	10.2018	16.10.2028	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,55%	7,28%	550 000
	10.2018	14.10.2033	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,8%	7,53%	200 000
	06.2019	04.06.2031	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,7%	4,13%	750 000
PKO Bank Polski S.A.	08.2017	28.08.2027	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,55%	5,50%	1 700 000
	03.2018	06.03.2028	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,5%	5,60%	1 000 000
PZU S.A.	06.2017	29.07.2027	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,8%	5,20%	2 250 000

*emisja nominowana w EUR, przyjęto kurs na datę emisji 4,6 PLN.

Źródło: Obligacje.pl.

W porównaniu do końca poprzedniego kwartału wartość wyemitowanych obligacji była wyższa o 2 583 mln zł (wzrost o 2,5%), łączna liczba wyemitowanych serii wzrosła o 31,

a liczba emitentów powiększyła się o 1 podmiot. Wynik ten był przede wszystkim zasługą emitentów emitujących obligacje komunalne (wzrost o 2 269 mln zł), których udział w rynku pierwotnym, mierzony wartością uplasowanych papierów, zwiększył się o 1,35 p.p., z 32,55% do 33,9%. W tym samym okresie liczba emitentów obligacji korporacyjnych spadła o 2 spółki, a wartość uplasowanych emisji wzrosła zaledwie o 314 mln zł.

W porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego łączna wartość emisji spadła o 5,6 mld zł (spadek o 5%), liczba emitentów była niższa o 13 podmiotów (spadek o 6,5%), a liczba uplasowanych serii obligacji była tylko o 12 wyższa. Jedynym obszarem rynku, który nie poddał się spadkowi w ujęciu rocznym, był obszar obligacji komunalnych – łączna wartość emisji w tej kategorii była o 334 mln wyższa niż przed rokiem, przybyło także wyemitowanych serii (307 vs 247), wzrosła również ilość aktywnych emitentów (z 60 do 67).

Do najaktywniejszych emitentów na rynku obligacji komunalnych, z wolumenem emisji przekraczającym 200 mln zł, zaliczały się – nie licząc unijnych instytucji finansowych – miasta Kraków, Warszawa i Siedlce oraz województwo małopolskie. Wartość emisyjna obligacji wymienionych czterech JST przekroczyła 2,6 mld zł, co stanowiło blisko 39,5% wartości emisyjnej wszystkich emisji samorządowych notowanych na rynkach publicznych (Catalyst, BondSpot).

Zdecydowanym liderem w tej kategorii był Kraków, którego 8 emisji opiewało łącznie na 1,29 mld zł, co stanowiło 19,4% wartości wszystkich emisji samorządowych i niemal połowę (49%) wartości emisji wzmiankowanych powyżej emitentów. Szczegółowe informacje dotyczące emisji obligacji w/w samorządów zawiera tabela 5. Kolejnych sześciu emitentów (Ślupsk, Kielce, Świnoujście, Zamość, Elbląg i Płock) każdy z emisjami powyżej 100 mln zł stanowiło 12,8% udziału w ogólnej wartości wyemitowanych obligacji komunalnych – sumaryczna wartość tych emisji wyniosła 856 500 tys. zł.

Dynamika obserwowana na rynku pierwotnym korespondowała w znaczącym stopniu z zachowaniem inwestorów na rynku wtórnym. W I kwartale 2022 r. rynek odbudowywał się po znaczących spadkach, jakie miały miejsce w ostatnim kwartale poprzedniego roku. Obroty wzrosły o 215 mln zł (wzrost o 66,2%) do ponad 540 mln zł, były również o 66 mln zł wyższe niż przed rokiem (dynamika 113,9%). Liczba odnotowanych w I kwartale br. transakcji wyniosła ponad 19,5 tys. i była wyższa o blisko 4,8 tys. niż w ostatnim kwartale 2021 r. i o ponad 3,3 tys. wyższa w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. Przeważający (ponad 90%) udział w rynku wtórnym, mierzony zarówno wartością jak i ilością transakcji, należał do obligacji korporacyjnych. W ostatnich dwóch kwartałach wyniósł on nawet ponad 97%. Jedynie w I kwartale 2021 r. odnotowano odbiegającą od marginalnej

wartość transakcji obligacjami komunalnymi (na łączną kwotę 29,7 mln zł tj. 6,25% kwartalnego obrotu).

Tabela 5. Emitenci o największym udziale w publicznym rynku obligacji komunalnych

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
Kraków	04.2013	30.04.2023	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,8%	6,90%	50 000
	04.2013	27.04.2024	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,6%	7,53%	180 000
	04.2013	01.10.2027	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,6%	6,59%	120 000
	05.2013	07.05.2028	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,9%	1,95%	120 000
	12.2016	22.12.2026	półroczne, stałe	3,96%	200 000
	08.2021	25.11.2033	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,85%	1,10%	300 000
	10.2021	25.11.2033	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,85%	1,76%	300 000
	12.2021	25.11.2033	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,85%	3,45%	20 000
Warszawa	09.2012	23.09.2022	półroczne, stałe	6,45%	452 157
	12.2020	21.12.2028	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,7%	3,31%	200 000
	12.2020	21.12.2030	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,9%	3,51%	200 000
Siedlce	05.2012	25.11.2025	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	2 500
	07.2012	25.11.2026	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	2 500
	07.2012	25.11.2027	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	2 500
	07.2012	25.11.2028	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	2 500
	07.2012	25.11.2029	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	2 500
	07.2012	25.11.2030	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	2 500
	07.2012	25.11.2031	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	700
	01.2013	25.11.2031	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	1 900
	01.2013	25.11.2032	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	2 500
	01.2013	25.11.2033	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	2 500
	01.2013	25.11.2034	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,85%	3,91%	2 500
	05.2014	25.11.2023	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,6%	3,66%	8 000
	05.2014	25.11.2033	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,6%	3,66%	40 000

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
	07.2015	25.11.2033	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 2%	4,06%	80 000
	08.2015	25.11.2033	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 2,5%	4,56%	25 000
	07.2016	25.11.2034	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,96%	4,02%	22 000
	06.2017	25.11.2035	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,96%	4,02%	19 000
	12.2020	25.11.2036	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,8%	3,86%	14 000
	12.2020	25.11.2037	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,8%	5,60%	14 000
	12.2021	25.11.2036	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 1,25%	3,78%	29 200
Województwo Małopolskie	12.2017	28.12.2023	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,75%	3,49%	10 000
	12.2017	28.12.2024	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,75%	3,49%	10 000
	12.2017	28.12.2025	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,75%	3,49%	10 000
	02.2018	23.02.2024	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,75%	4,63%	10 000
	11.2018	19.11.2025	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,75%	2,73%	10 000
	11.2018	19.11.2028	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,75%	2,73%	20 000
	12.2018	21.12.2026	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,75%	3,36%	15 000
	12.2021	21.12.2026	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,48%	3,09%	15 000
	12.2021	21.12.2030	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,83%	3,44%	35 000
	12.2021	25.11.2031	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,85%	3,46%	35 000
	12.2021	25.11.2032	półroczne, zmienne, WIBOR 6M + 0,93%	3,54%	40 000

Źródło: Obligacje.pl.

W pozostałych okresach, zarówno w odniesieniu do obligacji komunalnych, jak również tych emitowanych przez banki spółdzielcze, należy raczej mówić o obrotach symbolicznych, wynoszących od kilkuset tysięcy złotych do kilku milionów złotych i o zaledwie kilkuset transakcjach w ciągu kwartału (odpowiednio 600, 420 i 370 transakcji w I kwartale 2021 r., IV kwartale 2021 r. i I kwartale 2022 r.) co daje średnią na poziomie zaledwie kilku transakcji na jednej sesji.

Analiza rynku pierwotnego w ujęciu miesięcznym za okres ostatniego kwartału wskazuje na stabilizację, zarówno co do ilości emitentów, ilości uplasowanych serii obligacji, jak i wartości emisji – wahania dla całego rynku m/m wynosiły zaledwie od 0,6% do 2,1%.

Większe (nawet ponad 5%) zmiany, odnoszące się do powyżej wymienionych parametrów rynku, zauważalne były jedynie w przypadku obligacji komunalnych.

W przypadku rynku wtórnego sytuacja była odmienna. Na rynku obligacji korporacyjnych obroty w okresach styczeń – luty i luty – marzec br. rosły odpowiednio o 20,8% i 51%, wynosząc 134 mln zł, 162 mln zł i 244 mln zł. Co ciekawe, tendencja ta miała miejsce przy spadkowej liczbie transakcji pomiędzy styczniem a lutym (6 269 vs. 5 704), natomiast biorąc pod uwagę średnią jednostkową wartość transakcji, to w całym pierwszym kwartale br. odnotowano tendencję wzrostową z 21,4 tys. zł w styczniu, przez 28,4 tys. zł w lutym, do 32,5 tys. zł w marcu br. W pozostałych segmentach rynku wtórnego – jak już wcześniej wspomniano – obroty były nieznaczne.

Listę dziesięciu serii obligacji, które odnotowały najwyższe obroty w styczniu 2022 r. otwierają obligacje PZU (PZU0727) z obrotem 16,45 mln zł, na kolejnych miejscach uplasowały się obligacje PKN (PKN1225) z obrotem nieco ponad 6,43 mln zł. Kolejne miejsca przypadły obligacjom LPP (LPP1224; 5,7 mln zł), KGHM (KGH0624 i 0629; 5,28 mln zł i 4,83 mln zł), Ghelamco Invest (GHI1224 i GHL0124; 5,25 mln zł i 3,24 mln zł), Pekao (PEO1027; 3,94 mln zł), PKO (PKO0827; 3,74 mln zł) oraz CCC (CCC0626; 3,32 mln zł). Ceny na rynku wtórnym na koniec stycznia zapewniały nabywcom tych obligacji rentowność brutto do wykupu w przedziale od 6,13% (KGH0624) do 10,1% (GHI1224). Średnia arytmetyczna rentowność brutto do wykupu dla dziesięciu serii o najwyższych obrotach wyniosła w styczniu br. 7,28%, natomiast ważona obrotem miała wartość 7,58%.

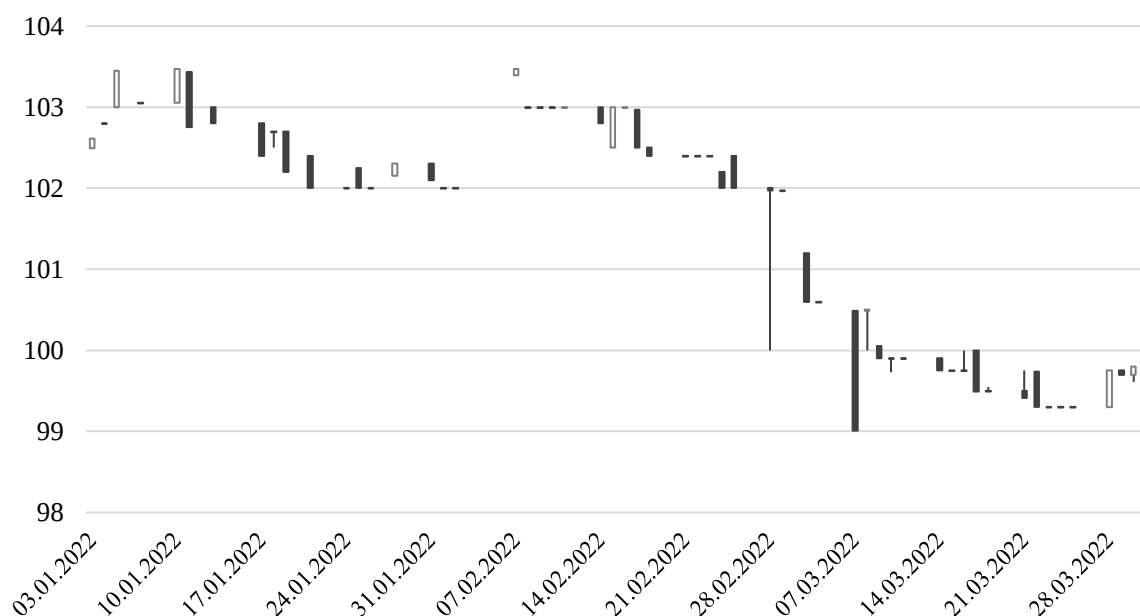
Analogiczną listę w kolejnym miesiącu otwierają obligacje KGHM (KGH0624) z obrotem 11 mln zł, następne miejsce z obrotem 7,29 mln zł zajęły obligacje ENEA (również z terminem wykupu w czerwcu 2024 r.). Kolejne miejsca zajmowały obligacje wyemitowane przez Echo Investment (ECH1022; 5,83 mln zł), Polskiego Holdingu Nieruchomości (PHN0623; 5,74 mln zł), PKO (PKO0827; 5,53 mln zł), PKN (PKN1225; 5,36 mln zł), Pekao (PEO1027; 4,04 mln zł), Ghelamco Invest (GHI1224; 3,78 mln zł), PGE (PGE0526; 3,7 mln zł) i Alior Banku (ALR1025; 3,58 mln zł). Przedział rentowności możliwych do uzyskania przy inwestycjach w te najbardziej płynne papiery dłużne nieco się w lutym br. obniżył i oscylował pomiędzy 5,88% (PHN0623) a 10% (GHI1224). Średnia arytmetyczna rentowność brutto do wykupu była niższa niż w styczniu br. i wyniosła 6,94%, natomiast ważona obrotem miała wartość 6,72%.

W marcu 2022 r. najwyższe obroty, wynoszące ponad 18,3 mln zł, odnotowały obligacje Alior Banku (ALR1025), niespełna 1 mln zł niższe obroty miały miejsce na papierach PZU z terminem wykupu w lipcu 2027 r.; kolejne miejsca wśród dziesięciu najbardziej płynnych

walorów należały do PKN (PKN0722/PKN1225/PKN1222; 12,8 mln zł/11,4 mln zł/8,2 mln zł), ENEA (ENA0624; 12,3 mln zł), PKO (PKO0827; 11,1 mln zł), Banku Millennium (MIL1227; 10,9 mln zł), KGHM (KGH0629; 8,7 mln zł) i Pekao (PEO1027; 7,6 mln zł). Przedział możliwych do uzyskania w marcu rentowności dla grupy 8 spośród 10 wymienionych serii obligacji – dwie serie zapadają w br. i ich rentowności były niższe – uległ zawężeniu do niewiele ponad 1,8 p.p. od minimum wynoszącego 6,73% (PKN1225) do maksimum wynoszącego 8,52% (ALR1025). Średnia rentowność brutto do wykupu była za to najwyższa w całym kwartale i wyniosła 7,64%, a średnia ważona obrotami była jeszcze wyższa (7,70%).

W dniu 23 marca br. w raportach bieżących emitenta pojawiła się informacja o nabyciu przez członka Rady Nadzorczej Alior Banku, A. Kucharskiego, obligacji ALR1025. Wykorzystał on spadek notowań, kupując 160 szt. po około 99,3% wartości nominalnej (plus narosłe odsetki) za około 160 tys. zł. Taka inwestycja zapewniała ok. 7,6% rentowności brutto do wykupu, pod warunkiem, że bank nie skorzysta z opcji wcześniejszej spłaty, którą za zgodą KNF mógłby realizować począwszy od października tego roku.

Wykres 8. Notowania obligacji ALR1025



Źródło: Biznesradar.pl.

Przez atakiem Rosji na Ukrainę papiery ALR1025 dość regularnie wyceniane były na 102–103% wartości nominalnej. Na początku 2022 r. bank planował pozyskać do 400 mln zł

z emisji nowego podporządkowanego długu, lecz sytuacja rynkowa skłoniła go do odstąpienia od budowy księgi popytu.

W ślad za rosnącym ryzykiem inwestycyjnym zaobserwować można było większą ostrożność w ocenach przyznawanych emitentom polskich papierów dłużnych przez agencję ratingową Fitch. W raporcie z kwietnia br. znacznie częściej od pozytywnych pojawiają się wskazania negatywne na przyszłość. W tabeli 6 przedstawiono otrzymane od agencji Fitch oceny emitentów obligacji komercyjnych. Wynika z niej, że jedynie nieliczne przedsiębiorstwa, banki (zwykle te z przewagą kapitału zagranicznego) i niektóre duże miasta uzyskały ratingi z poziomu A (w większości A minus), to jest wiarygodność identyczną jak Skarbu Państwa.

Tabela 6. Wybrani emitenci papierów dłużnych posiadający rating agencji Fitch

Podmiot	Ratingi międzynarodowe			
	długoterminowy (IDR)		krótkoterminowy (IDR)	
	waluta zagraniczna	waluta lokalna	waluta zagraniczna	waluta lokalna
Przedsiębiorstwa				
Aquanet	BBB+			
Canpack	BB			
ENEA	BBB	BBB		
ENERGA	BBB-	BBB-		
Gdanskie Autobusy i Tramwaje (d. ZKM)		BBB		
Inpost S.A.	BB	BB		
MWiK w Bydgoszczy	BBB	BBB	F3	F3
PGE Polska Grupa Energetyczna	BBB+	BBB+		
PKN Orlen	BBB-	BBB-	F3	F3
PKP Intercity	BBB+	BBB+		
PKP Szybka Kolej Miejska w Trójmieście	BBB	BBB		
Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo	BBB	BBB		
Polskie Koleje Państwowe	A-	A-		
Port Czystej Energii	A-	A-		
Synthos SA	BB			
Tauron Polska Energia	BBB-	BBB-	F3	F3
Instytucje finansowe				
Alior Bank	BB		B	
Bank Gospodarstwa Krajowego	A-	A-	F1	
Bank Handlowy w Warszawie	A-		F1	
Bank Millennium	BBB-		F3	
Bank Ochrony Środowiska	BB-		B	

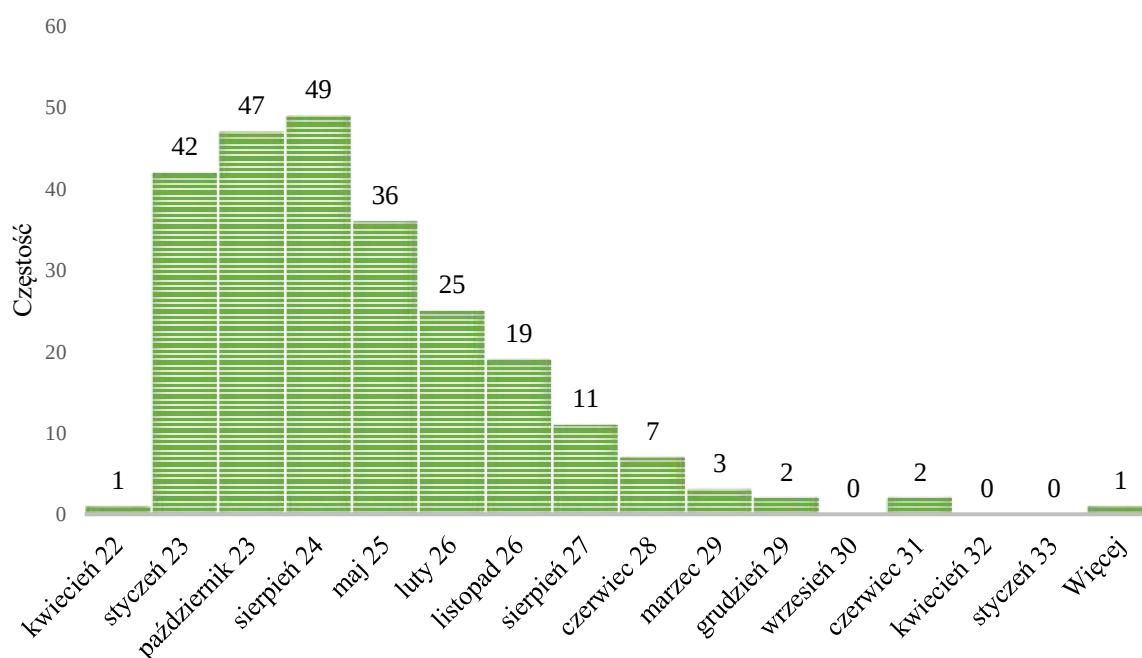
Podmiot	Ratingi międzynarodowe			
	długoterminowy (IDR)		krótkoterminowy (IDR)	
	waluta zagraniczna	waluta lokalna	waluta zagraniczna	waluta lokalna
Bank Pekao	BBB+		F2	
BNP Paribas Bank Polska	A+		F1	
Europejski Fundusz Leasingowy	A		F1	
Getin Noble Bank	CCC		C	
ING Bank Śląski	A+		F1+	
mBank	BBB-		F3	
Pekao Bank Hipoteczny	BBB+		F2	
Santander Bank Polska	BBB+		F2	
Samorządy				
Białystok	BBB	BBB		
Bydgoszcz	A-	A-		
Chorzów	BBB-	BBB-		
Częstochowa	BBB+	BBB+		
Gdańsk	A-	A-		
Gliwice	A-	A-		
Katowice	A-	A-		
Opole	BBB	BBB		
Ostrów Wielkopolski	A-	A-		
Płock	A-	A-		
Poznań	A-	A-		
Rybnik	BBB+	BBB+		
Rzeszów	BBB+	BBB+		
Szczecin	A-	A-	F1	
Toruń	BBB	BBB		
Warszawa	A-	A-		
Zabrze	BB	BB		
Województwo małopolskie	A-	A-		
Województwo mazowieckie	A-	A-		
Województwo wielkopolskie	A-			

Źródło: Fitch Ratings, Rating & Rynek, nr 4 (416).

Spośród 245 serii obligacji korporacyjnych notowanych na rynku Catalyst 48 serii, stanowiących 19,6% wszystkich emisji, charakteryzowało się terminem zapadalności do 1 roku (tj. do 31.03.2023 r.). Kolejne 66 serii (26,9%) miało termin do wykupu pomiędzy końcem marca 2023 r. a 31 marca 2024 r. W przedziale obejmującym II, III i IV kwartał 2024 r. oraz I

kwartał 2025 r. wykupowi podlegać będzie kolejne 58 serii (23,7%). Ogółem 70,2% notowanych obecnie papierów korporacyjnych zapadnie przed upływem najbliższych 3 lat. Większość (58 spośród 73) z pozostałych niespełna 30% notowanych serii obligacji korporacyjnych zostanie wykupiona przed końcem marca 2027 r., czyli przed upływem 5 lat. Jedynie 5 serii miało termin do wykupu dłuższy od 7 lat, a trzy: seria mBanku (MBK1030) i dwie serie Pekao (PEO0631; PEO1033), zapadają w latach trzydziestych.

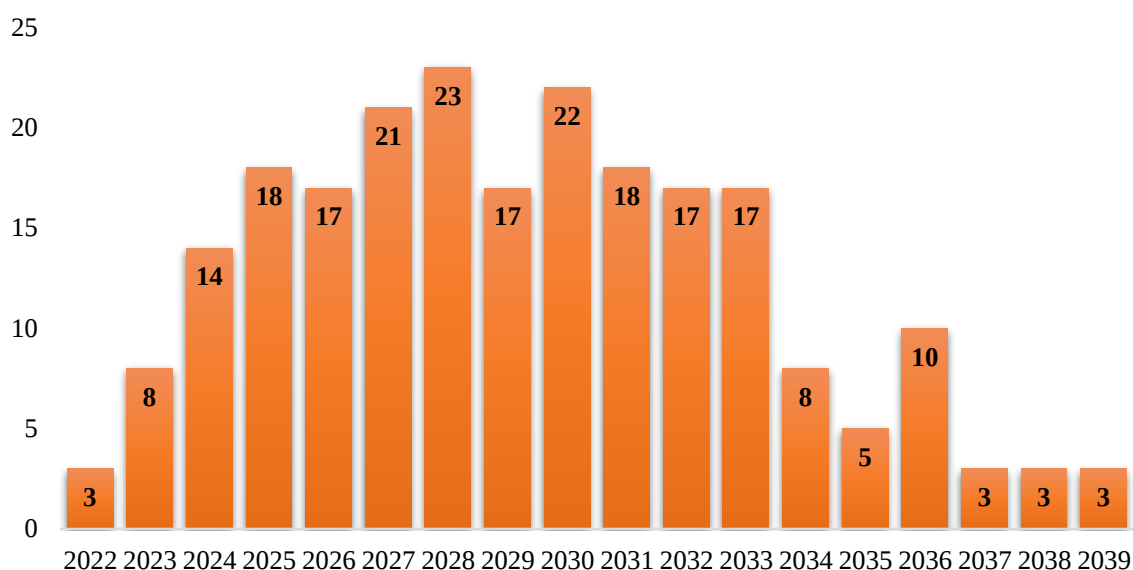
Wykres 9. Rozkład zapadalności obligacji przedsiębiorstw



Źródło: Obligacje.pl, obliczenia własne.

Pod tym względem elastyczniej – oceniając przez pryzmat możliwości zarządzania portfelowym duration i/lub dopasowaniem zapadalności aktywów i wymagalności pasywów – prezentowała się oferta obligacji samorządowych, chociaż potencjalne inwestycje w te instrumenty ograniczała niska płynność rynku wtórnego. Spośród ponad 220 serii obligacji samorządowych dostępnych na rynku Catalyst około 100 serii charakteryzowało się terminem do wykupu w kolejnej dekadzie, 66 z nich miało zapadalność ponad 10-letnią, licząc od końca marca br., a 9 emisji dawało możliwość inwestycji ponad piętnastoletniej.

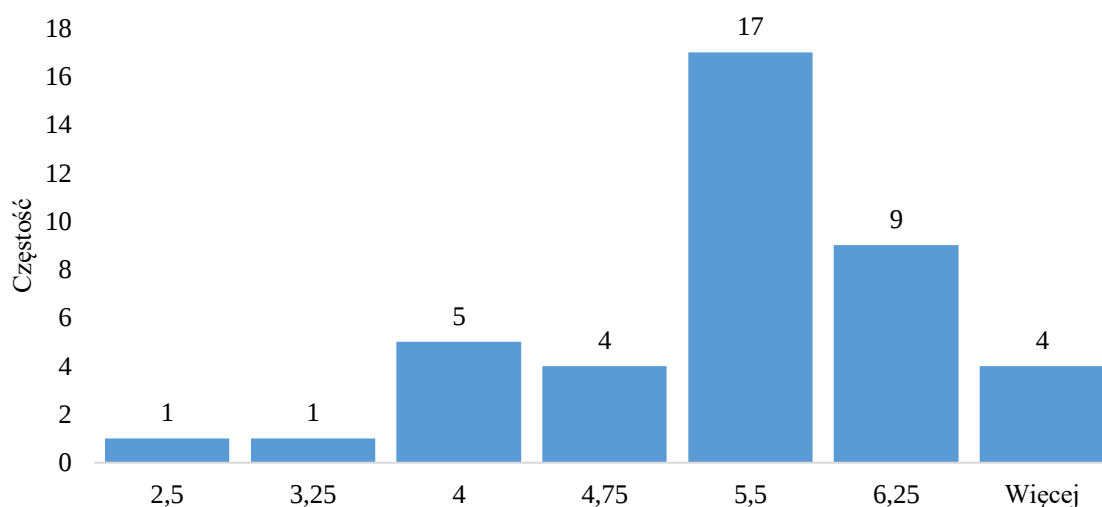
Wykres 10. Rozkład zapadalności obligacji JST



Źródło: Obligacje.pl, obliczenia własne.

Większość, tj. 203 spośród 245 serii (82,9%), notowanych obligacji korporacyjnych, stanowiły obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Tylko 42 serie oferowały oprocentowanie stałe. Wśród tych ostatnich najniższy kupon (nie licząc obligacji PKN nominowanych w EUR) wynoszący 3,19% oferowały wyemitowane w 2015 r. obligacje GPW w Warszawie (GPW1022), a najwyższy (7%) – trzyletnie obligacje wyemitowane w 2020 r. przez Victoria Dom Aukcyjny (VID0523). Średnio kupon obligacji stałoprocentowych dawał 5,21% (mediana 5,29%), a odchylenie standardowe od tej wartości wyniosło 0,9%.

Wykres 11. Rozkład kuponów obligacji o stałym oprocentowaniu



Źródło: Obligacje.pl, obliczenia własne.

2) Zaangażowanie banków spółdzielczych w papiery komercyjne – dane zagregowane

Według stanu na koniec ostatniego kwartału sprawozdawczego zaangażowanie banków spółdzielczych – Uczestników Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB – w komercyjne instrumenty dłużne wyemitowane przez podmioty spoza Grupy SGB wyniosło, według wartości bilansowej, 117 782,18 tys. zł i w przeważającej kwocie (81,9%) było to zaangażowanie w obligacje komunalne. Na przytoczone powyżej wartości składały się inwestycje 18 banków spółdzielczych, przy czym papiery korporacyjne znajdowały się w portfelach 5 banków, a obligacje samorządowe w portfelach 15 banków – dwa banki posiadały w swoich portfelach zarówno obligacje korporacyjne, jak i emitowane przez JST. Nadmienić należy, iż do powyższych statystyk nie zostały włączone dokonane przez banki inwestycje w obligacje korporacyjne, których wartość bilansowa na koniec marca 2022 r. była zerowa.

Większościowy udział, stanowiący prawie 78,3% tj. 16 717,92 tys. zł, z kwoty stanowiącej zaangażowanie w obligacje korporacyjne (21 358,73 tys. zł) zainwestowane było w notowane na rynku publicznym obligacje 3 emitentów. Pozostałe 96 423,45 tys. zł z łącznej kwoty 117 782,18 tys. zł stanowiło zaangażowanie w papiery dłużne 38 emitentów zaliczanych do kategorii JST. W większości (35 emitentów) były to obligacje gminne lub miejsko-gminne, w trzech przypadkach inwestycje dotyczyły instrumentów wyemitowanych przez powiaty.

Papiery 11 emitentów znalazły się w portfelach więcej niż jednego banku, w przypadku dwóch emitentów nabywcą były trzy banki spółdzielcze, rekordzistą pod tym względem okazała się Gmina Sierakowice, której obligacje posiadało aż pięć banków. Emitent ten znalazł się również w grupie trzech JST o największym wolumenie, wśród inwestycji dokonanych przez banki spółdzielcze w papiery samorządowe – sumaryczna wartość tych obligacji w aktywach banków na koniec I kwartału 2022 r. wyniosła 12 757,60 tys. zł i była niższa tylko od wartości posiadanych przez dwa banki obligacji Gminy Pelplin (14 332,02 tys. zł). Na trzecim miejscu w tej klasyfikacji znalazł się Powiat Czarnkowsko-Trzcianecki, także obecny w portfelach 2 banków, z wartością uplasowanych obligacji 6 347,30 tys. zł tj. ponad dwukrotnie niższą (49,8%) od Gminy Sierakowice.

Ranking pięciu emitentów najchętniej obejmowanych obligacji JST uzupełniały: Miasto Białogard z wartością 5 071,44 tys. zł (również w portfelu 2 banków) i Gmina Złoczew (4 209,52 tys. zł). W sumie obligacje tych 5 emitentów – o łącznej wartości bilansowej wynoszącej niemal 42,7 mln zł – stanowiły 44,3% portfela obligacji komunalnych obecnych na

koniec marca 2022 r. w aktywach banków spółdzielczych i ponad 1/3 (36,26%) wartości wszystkich omawianych tutaj papierów dłużnych.

W okresie pomiędzy końcem roku 2021 a końcem marca 2022 r. łączne zaangażowanie banków spółdzielczych w opisaną klasę papierów dłużnych (oprócz skarbowych i emitowanych przez podmioty z Grupy SGB) mierzone ich wartością bilansową nieznacznie (o 5,3%) wzrosło, przy czym wzrost był większy w przypadku portfela obligacji JST (o 5,7%) aniżeli portfela papierów emitowanych przez przedsiębiorstwa (3,8%).

W wartościach bezwzględnych wzrost ten wyniósł blisko 6 mln zł (z 111 808,68 tys. zł na 117 782,18 tys. zł) na co złożyło się zwiększenie portfela JST o 5 184,9 tys. zł oraz wzrost portfela obligacji korporacyjnych o 788,6 tys. zł. W ślad za opisanymi zmianami nastąpiła również niewielka zmiana struktury portfela – w grudniu 2021 r. obligacje JST stanowiły 81,6% a korporacyjne 18,4%, natomiast w marcu 2022 r., jak już wcześniej pokazano, proporcje te wynosiły 81,9% vs 18,1%. Dywersyfikacja portfela mierzona ilością emitentów posiadanych przez banki papierów dłużnych miała tendencję odwrotną: pomiędzy 31 grudnia 2021 r. a końcem marca 2022 r. liczba emitentów obniżyła się z 46 do 43, przy czym większy spadek (z 7 do 5) miał miejsce w przypadku obligacji przedsiębiorstw. W grudniu 2021 r., podobnie jak w marcu br., niemal identyczną część (77,8%) obligacji korporacyjnych stanowiły obligacje notowane na rynku publicznym (16 mln zł, 5 spośród 7 emitentów).

Większym zmianom nie uległa również struktura portfela JST, podobnie jak w marcu 2022 r. dominującą pozycję w zestawieniu grudniowym zajmowały obligacje gmin Pelplin (14,23 mln zł), Sierakowice (12,45 mln zł) i Złoczew (4,18 mln zł) oraz miasta Białogard (5,04 mln zł).

Jedyną zmianę w grupie pięciu najpopularniejszych emitentów JST stanowiła Gmina Czarna Woda (3,96 mln zł), która z pozycji piątej zajmowanej w grudniu została zepchnięta na pozycję 6. przez wzrost wartości zaangażowania w obligacje Powiatu Czarnkowsko-Trzcianeckiego, który w zestawieniu za I kw.2022 r. uplasował się na 3 miejscu, a w zestawieniu na koniec poprzedniego roku był na odległej (32 na 39) pozycji. W sumie na koniec grudnia 2021 r. obligacje pięciu największych emitentów, podobnie jak w marcu br., stanowiły ponad 40% (43,9%) portfela obligacji JST w aktywach banków spółdzielczych. Sytuacja ta niewiele zmieniła się również w horyzoncie rocznym – w marcu 2021 r. pięć najczęściej obejmowanych obligacji samorządowych stanowiło niemal 46,9% portfela obligacji JST i tak jak w grudniu 2021 r. oraz w marcu br. były to obligacje wcześniej wymienionych 6 emitentów, wśród których niezmiennie na czele były obligacje gmin Pelplin i Sierakowice.

W okresie pomiędzy końcem poprzedniego roku a końcem marca 2022 r. odnotowano wzrost o jeden podmiot (z 17 na 18), liczby banków spółdzielczych, Uczestników Systemu Ochrony SGB posiadających obligacje JST. Nie uległa zmianie ilość banków posiadających papiery korporacyjne – nadal było to 5 banków, wśród nich cztery się nie zmieniły. Zbiór ten pozostawał zresztą w miarę stabilny również w horyzoncie rocznym, tj. w porównaniu do końca pierwszego kwartału ub.r., kiedy to liczba banków zaangażowanych w obligacje korporacyjne była najwyższa – 7 banków, z których tylko jeden nie pojawił się już w kolejnych zestawieniach. Grupa banków – posiadaczy obligacji samorządowych – w okresie roku zwiększyła się o 2 banki, żaden bank z obecnych w zestawieniu sprzed roku nie ubył ze zbioru odnotowanego w roku bieżącym.

Porównanie wartościowe portfela obligacji komercyjnych w perspektywie rocznej pomiędzy 31.03.2021 r. i 31.03.2022 r. – podobnie do tendencji omówionej powyżej – uwidacznia dynamikę przekraczającą 100%. Na tym jednak podobieństwa się kończą. Mianowicie zmniejszeniu w ciągu roku (o ponad 5%) uległo zaangażowanie w papiery dłużne przedsiębiorstw na korzyść zaangażowania w obligacje samorządowe, których dynamika wyniosła ponad 105% (nominalnie korporacyjne minus 1,16 mln zł vs JST plus 4,65 mln zł). W okresie tym liczba emitentów się nie zmieniła – były to 43 podmioty – jednak w marcu 2021 r. było wśród nich 8 emitentów korporacyjnych, a tylko 35 samorządowych. W tabeli 7 przedstawiono, według stanu na koniec marca bieżącego roku, emitentów obligacji korporacyjnych, utrzymywanych w portfelach banków spółdzielczych, Uczestników Systemu Ochrony SGB, a w tabeli 8 emitentów obligacji komunalnych.

Tabela 7. Emitenci obligacji przedsiębiorstw utrzymywanych przez banki spółdzielcze, Uczestników Systemu Ochrony SGB, na koniec marca 2022 r.

Emitent	Zaangażowanie w zł
ENEA S.A.	1 934 031
PKN ORLEN S.A.	11 273 474
IT CARD S.A.	2 027 120
EC BĘDZIN S.A.	2 613 694
PKO BANK HIPOTECZNY S.A.	3 510 414
Razem	21 358 733

Źródło: Sprawozdania NB300.

Tabela 8. Emitenci obligacji komunalnych, utrzymywanych przez banki spółdzielcze, Uczestników Systemu Ochrony SGB, na koniec marca 2022 r.

Emitent	Zaangażowanie w zł
GMINA PELPLIN	14 332 015
GMINA SIERAKOWICE	12 757 603
POWIAT CZARNKOWSKO-TRZCIANECKI	6 347 295
MIASTO BIAŁOGARD	5 071 437
GMINA ZŁOCZEW	4 209 521
GMINA CZARNA WODA	3 991 008
GMINA PNIEWY	3 683 211
GMINA SZEMUD	3 279 665
GMINA KOTLA	3 125 482
GMINA PAJĘCZNO	3 030 750
POWIAT KOŚCIAŃSKI	3 017 050
GMINA NOWE	2 852 515
GMINA SULĘCZYNO	2 519 467
GMINA BIESIEKIERZ	2 227 390
GMINA DYGOWO	2 133 070
GMINA GRÓDEK	2 058 910
POWIAT ŻNIŃSKI	1 961 770
GMINA KRZĘCIN	1 869 890
GMINA MORZESZCZYN	1 460 841
GMINA KCYNIA	1 400 873
GMINA WARLUBIE	1 312 519
MIASTO I GMINA ODOLANÓW	1 213 165
GMINA KROBIA	1 013 869
GMINA KOŚCIERZYNA	1 010 507
GMINA CZEMPIŃ	1 010 125
GMINA CZAPLINEK	1 009 860
MIASTO I GMINA NAKŁO NAD NOTECIĄ	1 009 350
GMINA WRZEŚNIA	1 008 860
MIASTO I GMINA DZIAŁOSZYN	908 874
GMINA MIEJSKA ALEKSANDRÓW KUJAWSKI	868 153
GMINA WSCHOWA	811 125
GMINA BEŁŻEC	752 510
GMINA STARE MIASTO	710 806
GMINA MIEJSKA NIESZAWA	586 405
GMINA SŁAWOBORZE	505 065
GMINA MIEDZICHOWO	504 548
GMINA KUŚLIN	454 163
GMINA LUBIEWO	403 783
RAZEM	96 423 450

Źródło: Sprawozdania NB300.

5. Porównanie efektywności wybranych do analizy obszarów inwestycyjnych dostępnych na rynku

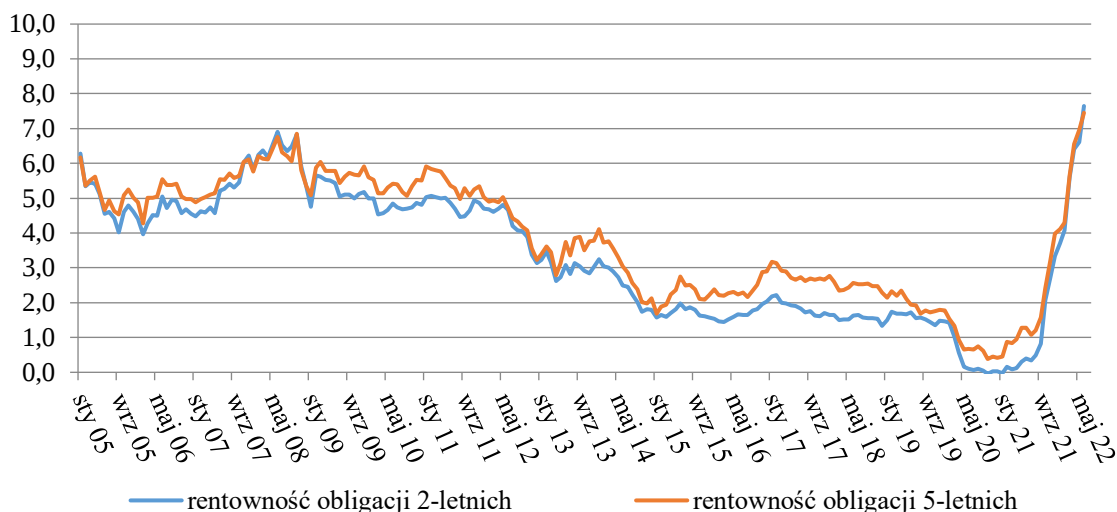
1) Rynek obligacji i rynek akcji

Charakterystykę rynku dłużnych papierów komercyjnych w I kwartale br. przedstawiono szczegółowo w rozdziale 3.1. Średnia rentowność brutto do wykupu dla dziesięciu serii obligacji korporacyjnych o najwyższych obrotach na rynku Catalyst wynosiła w kolejnych miesiącach odpowiednio: 7,58%, 6,94% i 7,70%. Podobną rentowność zapewniał rynek obligacji skarbowych, determinowany przez ten sam czynnik oczekiwań co do inflacji i tempa zacieśniania przez RPP polityki pieniężnej. Wzrost rentowności oznacza możliwość uzyskania wyższych stóp zwrotu dla inwestorów lokujących wolne środki, a do takich należą w większości banki spółdzielcze, charakteryzujące się istotnym przeważaniem depozytów nad portfelem kredytowym. Z drugiej strony, rosnąca rentowność oznacza przecenę dłużnych papierów wartościowych zakupionych w poprzednich okresach. W celu zobrazowania skali tej przeceny, zaprezentowano wykres rentowności polskich obligacji skarbowych w okresie 2005–2022 (Wykres 12). Podobnie niska wycena ukształtowała się poprzednio w latach 2007–2010, czyli w okresie przesilenia na globalnym rynku finansowym, wywołanym załamaniem rynku amerykańskich kredytów hipotecznych i upadłością powiązanych z nim banków inwestycyjnych.

W okresach zwiększonej presji na rentowność lepiej zachowują się portfele o niższej wrażliwości na zmianę stopy referencyjnej, a więc – w dużym uproszczeniu – portfele o krótszej zapadalności. W przypadku obligacji z portfeli banków spółdzielczych, patrząc przez pryzmat duration, lepiej powinny zachowywać się obligacje korporacyjne niż JST, jednak efekt ten może być zniwelowany gorszą oceną kondycji ekonomiczno-finansowej emitenta. W przypadku emitentów, będących prywatnymi spółkami, wpływ tej oceny na wycenę obligacji jest zwykle większy, niż w przypadku samorządów, zwłaszcza w okresach kryzysów gospodarczych, jednak – jak wcześniej sygnalizowano – w portfelach banków spółdzielczych przeważają obligacje największych polskich spółek, firm o znacznej renomie i pozycji rynkowej (z dużym lub wręcz dominującym udziałem kapitału państwowego), natomiast portfele obligacji samorządowych wypełnione są w większości obligacjami niewielkich ośrodków miejskich i gminnych, stąd w najbliższych miesiącach spodziewać się można większego spadku wartości portfeli JST, o ile nie zostaną one zredukowane i/lub zastąpione

papierami dłużnymi o krótszym terminie do wykupu lub dokupywanymi sukcesywnie wraz ze spadającymi cenami.

Wykres 12. Rentowność 2- i 5-letnich obligacji skarbowych



Źródło: Investing.com.

Wachlarz alternatywnych do papierów dłużnych, dostępnych bankom spółdzielczym, możliwości inwestycyjnych jest ograniczony do inwestycji w fundusze inwestycyjne zarówno otwarte, oferujące jednostki uczestnictwa, jak i zamknięte emitujące certyfikaty inwestycyjne. W związku z tym w niniejszym opracowaniu zrezygnowano z poszerzonej analizy giełdowego rynku akcji, ograniczając się jedynie do analizy wybranych, polskich (GPW) i zagranicznych (USA, Wielka Brytania, Francja, Niemcy, Japonia) indeksów giełdowych, w celu zobrazowania ich ewentualnego wpływu na wycenę funduszy inwestycyjnych, które mogą stanowić dla banków spółdzielczych alternatywę do zakupu obligacji, a których strategie inwestycyjne nie wykluczają zaangażowania w akcje notowane na giełdach.

W okresie pierwszego kwartału 2022 r. wszystkie najważniejsze globalnie obserwowane indeksy giełdowe – NASDAQ100, SP500, FTSE100, DAX, NIKKEI225 i CAC40 – podobnie jak podążający w ślad za nimi indeks Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie kontynuowały trend spadkowy zapoczątkowany w IV kwartale ubiegłego roku, po okresie mniej więcej półtorarocznych wzrostów. W dobie globalnej wymiany informacji oraz możliwości dokonywania transakcji niemal natychmiastowo korelacja notowań większości z wymienionych indeksów jest na tyle duża, co widać na wykresach nawet bez konieczności dokonywania analiz statystycznych.

Większość zanotowała maksimum roczne w okienku pomiędzy połową IV kwartału 2021 r. (GPW) a połową I kwartału 2022 r. (CAC40, FTSE100). W kolejnych tygodniach licząc od tego maksimum dominowała tendencja spadkowa (kontynuowana w II kwartale br.), w obrębie której następowały jedynie ruchy korekcyjne o charakterze spekulacyjnym, niedające jednak sygnałów odwrócenia trendu. Kulminacja dynamiki spadków zbiegła się (a właściwie została sprokurowana) z rozpoczęciem wojny rosyjsko-ukraińskiej, czego wcześniejszy, pierwotnie niewyraźny trend spadkowy był zapowiedzią. Po trwającym mniej więcej 2 tygodnie odreagowaniu spadków wykorzystanych do restrukturyzacji portfeli (co można wywnioskować z istotnego wzrostu obrotów) trend spadkowy się utrwalił.

Wykres 13. Wartość indeksu WIG20 w I kwartale 2022 r.



Źródło: GPW.pl.

Polski indeks WIG20 w okresie pierwszego kwartału – patrząc przez pryzmat notowań z początku stycznia i końca marca 2022 r. – nie uległ istotnej przecenie; deprecjacja kwartalna wyniosła 6,71% i była niższa niż zanotowany w tym okresie spadek cen niejednej długoterminowej obligacji skarbowej. Mimo to w trakcie tego kwartału rozpiętość notowań, pomiędzy maksimum z połowy stycznia (2 429,03 osiągnięte 13.01.2022 r.) a minimum z 24 lutego (1 817,5) wyniosła w wartościach bezwzględnych niemal 612 punktów, co było równoznaczne ze spadkiem o 33,7%. Na wykresie 13 zobrazowano przebieg wartości indeksu WIG20 w okresie pierwszego kwartału 2022 roku, a w tabeli 9 zestawiono podstawowe dane

liczbowe (na podstawie kursów zamknięcia) odnoszące się do pozostałych wzmiankowanych powyżej indeksów najważniejszych giełd światowych.

Tabela 9. Charakterystyka zmienności wybranych indeksów giełdowych w I kw. 2022 r.

Nazwa indeksu	NASDAQ100	SP500	FTSE100	DAX	NIKKEI225	CAC40	WIG20
Kurs otwarcia	15 833	4 797	7 505	16 021	29 302	7 217	2 287
Kurs maksymalny	15 833	4 797	7 672	16 272	29 332	7 376	2 411
Data	03.01.2022	03.01.2022	09.02.2022	04.01.2022	04.01.2022	04.01.2022	12.01.2022
Kurs minimalny	12 581	4 171	6 959	12 832	24 718	5 963	1 817
Data	13.03.2022	07.03.2022	06.03.2022	07.03.2022	08.03.2022	07.03.2022	24.02.2022
Kurs zamknięcia	14 221	4 530	7 516	14 415	27 821	6 660	2 133
$\Delta 1$	-1 612	-267	11	-1 606	-1 481	-557	-154
$\Delta 2$	-10,2%	-5,6%	0,1%	-10,0%	-5,1%	-7,7%	-6,7%
$\Delta 3$	3 252	626	713	3 440	4 614	1 413	594
$\Delta 4$	-20,5%	-13,0%	-9,5%	-21,5%	-15,7%	-19,6%	-26,0%

$\Delta 1$ Zmiana zamknięcie - otwarcie [wartość]

$\Delta 2$ Zmiana zamknięcie - otwarcie [%]

$\Delta 3$ Zmiana maksimum - minimum [wartość]

$\Delta 4$ Zmiana maksimum - minimum [%]

Źródło: Money.pl, obliczenia własne.

2) Rynek funduszy inwestycyjnych

Aktywa zarządzane przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych – podobnie do dłużnych papierów komercyjnych – stanowią, nie wliczając banku zrzeszającego, margines w globalnej sumie bilansowej Uczestników Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB i ograniczają się – poza jednym wyjątkiem – do jednostek uczestnictwa funduszy zarządzanych przez Generali Investments TFI S.A. (dalej „TFI Generali”). Do statystyk tych nie wliczono zaangażowań, niebędących de facto aktywami o charakterze inwestycyjnym, którymi są:

- certyfikaty zarządzane przez AgioFunds TFI S.A.,
- jednostki uczestnictwa TFI AGRO S.A. służące do zastępczego emitowania długu podporządkowanego zaliczanego przez banki do Tier 2.

Na koniec marca 2022 r. jednostki uczestnictwa funduszy zarządzanych przez TFI Generali znalazły się w aktywach 13 banków spółdzielczych, Uczestników Systemu Ochrony SGB, a ich wartość bilansowała wyniosła łącznie 61 005,5 tys. zł; wynik ten oznaczał redukcję (o 20,6%) przedmiotowego portfela wobec stanu na koniec poprzedniego kwartału. Wówczas

aktywa te posiadało 17 banków, a bilansowa suma wartości posiadanych jednostek uczestnictwa sięgała 76 846,6 tys. zł.

Dla banków spółdzielczych Systemu Ochrony przeznaczony jest Fundusz SGB Dłużny. Fundusz ten inwestuje w instrumenty dłużne emitowane przez Skarb Państwa oraz w obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa. Nabywane lokaty mogą być denominowane w walucie polskiej, jak i w walutach obcych. Fundusz może także inwestować w zagraniczne obligacje rządowe.

Tabela 10. Aktualne stopy zwrotu funduszu SGB Dłużny według stanu w dniu 05.07.2022 r.

Wyszczególnienie	1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Stopa zwrotu	-1,77%	-4,51%	-14,10	-14,39%	-20,90%	-21,22%	-17,57%
Średnia w grupie	0,56%	-4,18%	-10,14%	-10,36%	-17,65%	-17,80%	-13,14%
Pozycja w grupie	7/28	17/28	25/28	25/28	22/27	21/26	19/24

Źródło: Analizy.pl.

Spadki wartości jednostki uczestnictwa były rezultatem realizacji przyjętej strategii inwestycyjnej. W sytuacji wzrostu rynkowych stóp procentowych obligacje nabyte przez zarządzającego Funduszem we wcześniejszych okresach, emitowane w warunkach niższych stóp rynkowych, straciły na wartości.

Opracowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zweryfikowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zaakceptował: Michał Jurek