



## **Raport rynkowy**

Poznań, listopad 2022 r.

## Spis treści

1. Streszczenie.....	3
2. Uwarunkowania makroekonomiczne .....	6
3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym .....	11
4. Analiza portfeli papierów komercyjnych w posiadaniu banków spółdzielczych .....	24
1) Sytuacja na rynku komercyjnych dłużnych papierów wartościowych.....	24
2) Zaangażowanie banków spółdzielczych w papiery komercyjne – dane zagregowane.....	36
5. Porównanie efektywności wybranych do analizy obszarów inwestycyjnych dostępnych na rynku.....	40
1) Rynek obligacji i rynek akcji.....	40
2) Rynek funduszy inwestycyjnych .....	43

## 1. Streszczenie

Raport rynkowy, opracowany przez Departament Monitorowania Ryzyka i Restrukturyzacji IPS-SGB, zawiera w syntetycznej formie omówienie sytuacji zaistniałej na rynkach finansowych w drugiej 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.

Tempo wzrostu PKB w kolejnych kwartałach będzie słabnąć. Łącznie w 2022 r. PKB wzrośnie o ok. 4,2%. Kolejny rok przyniesie niższą dynamikę PKB, wynoszącą ok. 0,6%. Istnieje przy tym ryzyko technicznej recesji na przełomie lat 2022–2023. Negatywnie na wzrost PKB będzie wpływać wysoki poziom cen surowców energetycznych na rynkach światowych, a także niepewność związana z dalszym przebiegiem wojny Rosji z Ukrainą i jej wpływem na funkcjonowanie łańcuchów dostaw w gospodarce światowej.

Spowolnienie dynamiki PKB będzie następować w warunkach utrzymywania się wysokiej inflacji, mierzonej wskaźnikiem CPI. Przyszły rok przyniesie wyraźnie – i trwale – wyższe ceny żywności, paliw i energii. Impuls dezinflacyjny będzie pochodzić ze strony czynników wewnętrznych, na które przede wszystkim oddziałuje polityka pieniężna. Obniżenie zagregowanego popytu wskutek pogorszenia koniunktury i obniżenia tempa wzrostu gospodarczego nie będzie jednak na tyle silne, żeby doprowadzić do szybkiego spadku wskaźnika CPI do jednocyfrowego poziomu. Efekt bazy statystycznej doprowadzi do obniżenia odczytów tego wskaźnika w przyszłym roku, jednak w warunkach odnotowanych i uporczywych oczekiwań inflacyjnych, inflacja pozostanie wysoka w całym 2023 r. i zgodnie z obecną prognozą utrzyma się na dwucyfrowym poziomie do końca przyszłego roku.

Decyzja Rady Polityki Pieniężnej o wstrzymaniu zacieśnienia monetarnego świadczy o tym, że RPP coraz bardziej obawia się negatywnego wpływu podwyżek stóp na koniunkturę. Takie stanowisko potwierdzają wypowiedzi większości członków RPP. Dlatego za pożądane uznawane jest utrzymanie podstawowych stóp procentowych na obecnym poziomie, by osłabienie gospodarcze, było jak najmniejsze. W scenariuszu bazowym zakłada się, że RPP zakończyła cykl zacieśnienia polityki pieniężnej. Bilans ryzyka dla prognozy jest jednak ukierunkowany w górę – podwyżki stóp mogą nastąpić, gdyby początek przyszłego roku przyniósł dalszy silny wzrost inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI.

Kombinacja łagodnej polityki fiskalnej (tarcze antyinflacyjne) i nie dość restrykcyjnej polityki pieniężnej (utrzymywanie ujemnej realnej stopy procentowej) w połączeniu

z negatywnym szokiem podaŹowym (znaczący wzrost cen surowców energetycznych i Źywności), a także przedłużającą się wojną Rosji z Ukrainą utrzymuje ograniczoną atrakcyjność inwestycyjną Polski. Oceny międzynarodowych agencji ratingowych mogą znaleźć się pod presją, gdyby negatywny wpływ konfliktu na Ukrainie był większy i bardziej długotrwały niż obecnie spodziewany, bądź też gdyby transfery środków z UE w wyniku napięć politycznych między Polską a władzami UE zostały ograniczone.

Rosnąca niepewność i obawy związane z recesją gospodarczą oraz kryzysem energetycznym w Europie nie pomagają polskiej walucie. Krótkoterminowe perspektywy dla złotego nie są pozytywne. Kurs złotego pozostanie w tym roku podwyższony, a na jego słabość przełoży się wspomniana awersja do ryzyka w regionie oraz rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w strefie euro przez Radę Prezesów EBC. Dodatkowo, szybkie tempo zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych – ale także i w innych krajach wysoko rozwiniętych – wraz z przedłużającą się wojną Rosji z Ukrainą stanowią zachętę do odpływu kapitału do tzw. bezpiecznych przystani. Konsekwencją będzie generowanie impulsów inflacyjnych ze strony kanału kursowego, co na zasadzie sprzężenia zwrotnego może dodatkowo osłabić złotego. Polskiej walucie nie będą też pomagać coraz słabsze dane makroekonomiczne, wskazujące na pogorszenie koniunktury, a być może także na przejściową recesję na początku 2023 r. W dłuższym okresie, przy założeniu wygaszenia konfliktu Rosji z Ukrainą i stopniowego powrotu polskiej gospodarki na ścieżkę wzrostu gospodarczego w drugiej połowie 2023 r., spodziewane jest jednak pewne umocnienie polskiej waluty.

W porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego na koniec września wartość całego publicznego rynku pierwotnego obligacji nieskarbowych wzrosła o 7,5%. Wolumen korporacyjnych obligacji złotych powiększył się o 2,8 mld zł, o 122,1 mln zł przyrósł dług przedsiębiorstw nominowany w euro<sup>1</sup>, a o 455,1 mln zł zwiększył się rynek obligacji komunalnych. Liczba emitentów powiększyła się o 5 podmiotów, a liczba uplasowanych obligacji powiększyła się o 78 serii.

Na rynku wtórnym największe obroty zanotowały obligacje wyemitowane przez PZU, Pekao i Alior Bank. Warto zauważyć, że w grupie dziesięciu obligacji korporacyjnych o największym obrocie na rynku publicznym, znajdowało się aż 8 spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa. Ich obligacje są z pewnością traktowane przez część inwestorów jako substytut papierów skarbowych. Wzrost rentowności obligacji komercyjnych był w znacznym stopniu spowodowany obawami o pogorszenie się sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw, a także

---

<sup>1</sup> Według kursu średniego NBP z 24.11.2022 r. wynoszącego 4,6993 PLN/EUR

wzrostem marż na rynku pierwotnym. Tłumaczy on również zwiększoną, w stosunku do poprzednich kwartałów, aktywność inwestorów na rynku wtórnym.

W okresie półrocza od kwietnia do września 2022 r. wszystkie najważniejsze globalnie obserwowane indeksy giełdowe kontynuowały trend spadkowy zapoczątkowany w IV kwartale ubiegłego roku. Większość z nich swoje półroczne maksima osiągnęła w pierwszym miesiącu analizowanego okresu, z kolei sześciomiesięczne minima 6 na 8 indeksów odnotowało w ciągu ostatniego tygodnia września. Za wyjątkiem indeksu japońskiego pozostałe siedem zaliczyły dwucyfrowe straty procentowe mierzone spadkiem notowań pomiędzy pierwszym a ostatnim dniem analizowanego przedziału czasowego.

Polski indeks WIG20 w okresie od początku kwietnia do końca września 2022 r. należał do najgorszych wśród rynków europejskich i odznaczał się negatywnie nawet na tle słabego zachowania pozostałych giełd. Deprecjacja wyniosła w tym okresie blisko 790 punktów, co przełożyło się na ponad 36 procentowe zniesienie wartości. W ujęciu rocznym – od 1 października 2021 r. – skala spadku była nawet wyższa (minus 921 pkt.), co równało się deprecjacji ponad sześćdziesiąt procentowej. W najbliższych miesiącach nie ma szans na trwałe odwrócenie tego trendu, ze względu na brak mocnych fundamentów ekonomicznych wzrostu notowań zarówno w krajowej jak i światowej gospodarce.

W okresie ostatnich miesięcy SGB Dłużny SFIO odnotował pozytywne wyniki - krótkoterminowe stopy zwrotu były dodatnie, a osiągnięte rezultaty plasowały fundusz powyżej przeciętnych wyników osiągniętych przez dostępne na rynku fundusze o porównywalnych strategiach inwestycyjnych. Na koniec września 2022 r. jednostki tego funduszu znalazły się w aktywach 11 banków spółdzielczych, co w porównaniu z poprzednim raportem oznaczało spadek o 2 banki i zmniejszenie kwoty zaangażowania o 11,8%.

## 2. Uwarunkowania makroekonomiczne

Z przeglądu Międzynarodowego Funduszu Walutowego sytuacji makroekonomicznej na świecie wynika, że światowa gospodarka zmagą się z wieloma bezprecedensowymi wyzwaniami. Inflacja jest najwyższa od dekad, trwa zacieśnienie warunków finansowania w wielu krajach, nasila się konflikt zbrojny Rosji i Ukrainy, a dodatkowo wciąż nie ustąpiła pandemia COVID-19. Dokonująca się obecnie normalizacja polityki pieniężnej i fiskalnej, które złagodzone w celu zapobieżenia negatywnym następstwom pandemii dla koniunktury, mająca za zadanie zdławienie wzrostu cen, negatywnie oddziałuje na aktywność gospodarczą na świecie. W tej sytuacji Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył wcześniejsze prognozy wzrostu globalnego PKB. Zgodnie z bieżącym oszacowaniem w 2022 r. tempo wzrostu światowego PKB ma wynieść 3,2%, a w 2023 r. jeszcze niżej, bo 2,9%. Inflacja mierzona wskaźnikiem CPI ma osiągnąć 8,8% w 2022 r., 6,5% w 2023 r. i 4,1% w 2024 r. Czynniki ryzyka dla tych prognoz wynikają ze zróżnicowanej reakcji polityki pieniężnej i fiskalnej na obecną sytuację: szybkie tempo podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych powoduje aprecjację dolara i odpływ kapitału z krajów rynków wschodzących i rozwijających się. Do tego dochodzą zaburzenia cenowe na rynkach żywności i energii, które mogą generować silniejsze od spodziewanych impulsy proinflacyjne. Ograniczenia w dostawach surowców energetycznych do Europy mogą z kolei wywołać recesję w strefie euro, sprzężoną z kryzysem na rynku długu krajów południowej części tej strefy.

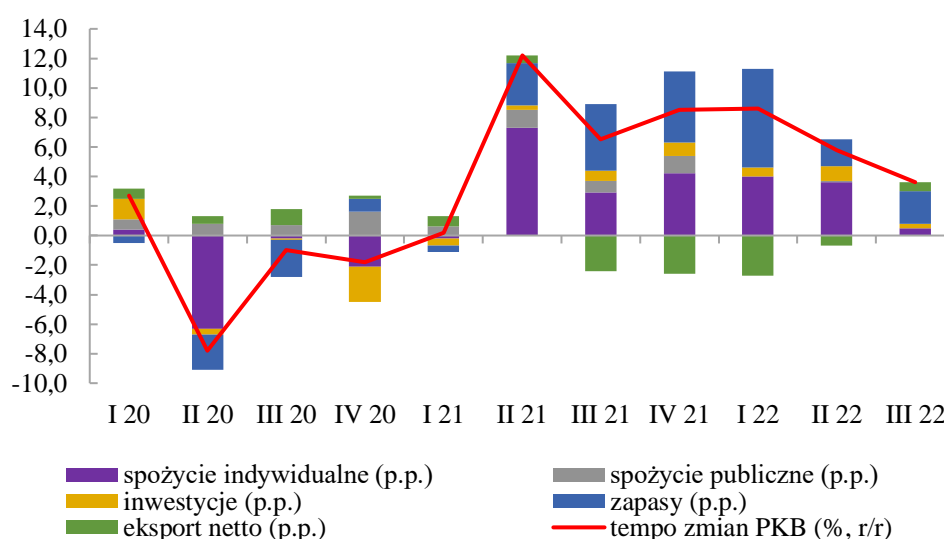
Według wstępnego odczytu GUS w III kwartale 2022 r. PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych przy roku odniesienia 2015) wzrósł realnie o 1,0% w porównaniu z poprzednim kwartałem i był wyższy niż przed rokiem o 4,5%. PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) wzrósł realnie o 3,6% r/r. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych wzrosło o 0,9% r/r. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 2,0% r/r. W efekcie pozytywny wpływ popytu krajowego na gospodarkę wyniósł 3,0 p.p., na co złożył się wpływ spożycia w sektorze gospodarstw domowych (0,5 p.p.), zerowy wpływ spożycia publicznego, wpływ przyrostu zapasów (2,2 p.p.) i inwestycji (0,3 p.p.). Pozytywny był też wpływ eksportu netto na tempo wzrostu PKB (0,6 p.p.).

Wzrost PKB w III kwartale br. wsparł przede wszystkim wzrost zapasów, a wkład tej kategorii do dynamiki PKB wyniósł 2,2 p.p. To może świadczyć o ograniczeniach wynikających ze słabnącego popytu, wpływającego na zwiększanie stanów niesprzedanych towarów, ale też i o gromadzeniu półfabrykatów przez przedsiębiorstwa, obawiające się dalszego wzrostu cen. Wysoka inflacja ogranicza siłę nabywczą konsumentów, co przełożyło

się na drastyczne ograniczenie konsumpcji. Będzie to głównym czynnikiem osłabiającym aktywność gospodarczą w kolejnych kwartałach, ale wpłynie zarazem również na ograniczenie presji inflacyjnej.

Z badań ankietowych, służących do wyznaczenia wskaźnika koniunktury PMI w polskim sektorze przemysłowym, wynika, że oceny koniunktury w tym sektorze systematycznie spadają. Wiele podmiotów sygnalizuje, że powszechna niepewność gospodarcza, wysoka inflacja i wojna w Ukrainie przyczyniły się do osłabienia popytu. Zmniejsza się liczba nowych zamówień eksportowych, i to w szybkim tempie. Słabe warunki gospodarcze zmusiły producentów do ograniczenia aktywności zakupowej. Przedsiębiorstwa wykorzystywały wcześniej zgromadzone zapasy, zwłaszcza, że oczekiwania dotyczące obniżki cen materiałów w nadchodzących miesiącach wzrosły. Pogłębił się pesymizm co do krótkoterminowych prognoz gospodarczych, przy czym coraz więcej firm spodziewa się dalszego spadku popytu, a nawet recesji. W tej sytuacji w wielu przedsiębiorstwach nie zastępowano odchodzących pracowników, a niektóre z nich zostały zmuszone do zwolnień. Jednocześnie narastają wolne moce przerobowe i spadają zaległości produkcyjne. Presja kosztowa pozostaje silna, a głównym jej źródłem są koszty energii. W efekcie producenci nieustannie podnoszą ceny wyrobów gotowych, a w październiku wrosły one najszybciej od lipca br.

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



\* GUS dokonał rewizji kwartalnych danych o dynamice PKB i jego składowych za lata 2010–2022.

Podobnych wniosków dostarczają badania GUS. Według nich ogólny klimat koniunktury jest negatywny, a pesymizm jest najsilniejszy w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie,

zakwaterowaniu i gastronomii. Z szybkiego monitoringu NBP – analizy sytuacji sektora przedsiębiorstw – wynika natomiast, że pogorszenie ocen sytuacji w III kwartale br. nastąpiło w większości branż, z wyjątkiem największych podmiotów oraz branż związanych z energetyką. Największe pogorszenie koniunktury sygnalizuje budownictwo, a zwłaszcza podmioty odpowiedzialne za projekty inżynieryjne oraz jednostki wykonujące prace specjalistyczne i wykończeniowe. Do głównych barier działalności przedsiębiorstwa zaliczyły rosnące ceny i koszty, w tym ceny energii elektrycznej.

Znaczący spadek nowych zamówień, w tym zamówień zagranicznych od głównych partnerów handlowych z UE, zapowiada spadek sprzedaży na te rynki. Pogarsza to sytuację w handlu zagranicznym. Obroty towarowe handlu zagranicznego w okresie od stycznia do września br. wyniosły w cenach bieżących 1.170,9 mld zł w eksporcie oraz 1.239,3 mld zł w imporcie. Ujemne saldo ukształtowało się na poziomie 68,3 mld zł, podczas gdy w analogicznym okresie 2021 r. było dodatnie i wyniosło 9,1 mld zł. Główną przyczyną tego pogorszenia jest wzrost cen importu paliw.

W takich warunkach przedsiębiorstwa nie będą zwiększać inwestycji. Według wyników badań ankietowych NBP w ramach tzw. szybkiego monitoringu sytuacji przedsiębiorstw w IV kwartale 2022 r. w przedsiębiorstwach nastąpiło kolejne w tym roku wyraźne osłabienie optymizmu inwestycyjnego. Podmioty gospodarcze zmniejszyły zainteresowanie zarówno nowymi inwestycjami, jak i kontynuowaniem już rozpoczętych przedsięwzięć. Nowe inwestycje planuje 19% badanych podmiotów (spadek o 2,3 p.p. k/k), a ograniczyć realizowane już inwestycje zamierza 12,5% (wzrost o 3,1 p.p. k/k i o 7,2 p.p. r/r). W efekcie prognozy dynamiki nakładów na najbliższy kwartał są, po raz pierwszy od czasu wybuchu pandemii, negatywne.

Oslabieniu koniunktury towarzyszy 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, choć jest to coraz trudniejsze w warunkach zmniejszonej skłonności pracodawców do realizacji żądań płacowych pracowników. W październiku 2022 r. przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw utrzymało się na poziomie odnotowanym we wrześniu 2022 r., rosnąc zarazem o 13,0% r/r, wolniej niż miesiąc temu. Tempo wzrostu realnego funduszu płac trzeci raz z rzędu okazało się ujemne i wyniosło -1,9% r/r. Będzie to czynnikiem hamującym konsumpcję.

Dokonane zacieśnienie polityki pieniężnej już przekłada się na słabsze nastroje konsumenckie i niższą skłonność do dokonywania ważnych zakupów. Bieżący wskaźnik



koniunktury konsumenckiej jest obecnie najniższy w historii gromadzenia danych i wynosi – 45,5 pkt. 88% ankietowanych oczekuje dalszego wzrostu cen w następnych 12 miesiącach, przy czym 73,5% oczekuje, że wzrost ten będzie podobny lub szybszy od obserwowanego obecnie.

Tempo wzrostu PKB w kolejnych kwartałach będzie słabnąć. Łącznie w 2022 r. PKB wzrośnie o ok. 4,2%. Kolejny rok przyniesie niższą dynamikę PKB, wynoszącą ok. 0,9%. Istnieje przy tym ryzyko technicznej recesji na przełomie lat 2022–2023. Negatywnie na wzrost PKB będzie wpływać wysoki poziom cen surowców energetycznych na rynkach światowych – cena gazu ziemnego w listopadowych kontraktach terminowych na duńskiej giełdzie była wyższa o ok. 75% r/r, a notowania kontraktów na kolejne 12 miesięcy wskazują na stabilizację tego bardzo wysokiego poziomu cen – a także niepewność związana z dalszym przebiegiem wojny Rosji z Ukrainą i jej wpływem na funkcjonowanie łańcuchów dostaw w gospodarce światowej. Ograniczając na dynamikę PKB wpłynie wstrzymanie wypłat środków w ramach Funduszu Odbudowy i Zwiększania Odporności UE. Ograniczy to inwestycje publiczne, przewidziane w Krajowym Planie Odbudowy i Zwiększania Odporności, które są obecnie realizowane tylko częściowo, przy pomocy środków krajowych.

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) <sup>a</sup>	3,6	0,4	-1,9	0,1	1,6	2,8
Konsumpcja prywatna (r/r) <sup>a</sup>	0,9	0,7	0,3	0,6	1,8	2,2
Inwestycje (r/r)	2,0	0,8	-1,3	-2,0	-0,1	2,2
CPI (r/r)	17,2	17,8	18,7	14,6	12,2	10,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego <sup>b</sup>	5,1	5,4	5,7	5,5	5,5	5,7

<sup>a</sup> GUS dokonał rewizji kwartalnych danych o dynamice PKB i jego składowych za lata 2010–2022.

<sup>b</sup> GUS o ok. 0,3–0,5 p.p. podniósł ścieżkę stopy bezrobocia rejestrowanego od grudnia 2020 r., wskutek uwzględnienia danych po Spisie Rolnym z 2020 r. i zrewidowania w dół liczby osób pracujących w rolnictwie indywidualnym. Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła we wrześniu 5,1% po tej korekcie.

Źródło: prognozy IPS-SGB.

Na rynku pracy coraz silniejsze będą ograniczenia podażowe, a ograniczony zasób osób aktywnych zawodowo będzie stanowić czynnik hamujący wzrost gospodarczy, choć jego negatywne oddziaływanie osłabia napływ uchodźców z Ukrainy. Pogorszenie koniunktury wymusi jednak restrukturyzację zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym i w usługach, na co już wskazują oceny i zapowiedzi przedsiębiorstw w badaniach ankietowych. Dodatkowym impulsem do tej restrukturyzacji będzie podwyżka tzw. minimalnego wynagrodzenia zasadniczego, łącznie do 3.600 zł brutto od lipca 2023 r.

Spowolnienie dynamiki PKB będzie następować w warunkach utrzymywania się wysokiej inflacji, mierzonej wskaźnikiem CPI. Do wyższej inflacji przyczyni się, oprócz wyższych cen energii i ciepła, podnoszących koszty działania w przetwórstwie przemysłowym, także wzrost cen żywności. Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu w październiku br. wyniosła 0,7% i 22,9% r/r. W skali miesiąca największy wzrost cen wystąpił w sekcji przetwórstwo przemysłowe (o 1,4%). Natomiast ceny skupu podstawowych produktów rolnych w październiku 2022 r. wzrosły o 0,2% m/m i o 56,7% r/r. Dynamika w obu ujęciach była tylko nieco słabsza, niż miesiąc temu.

Na dalszy wzrost cen może wpływać także sytuacja na rynku ropy naftowej. Wprawdzie spodziewane osłabienie koniunktury gospodarczej na świecie wywoła spadek popytu na ropę, jednak można wskazać dwa czynniki, które mogą powstrzymać spadek cen na tym rynku. Po pierwsze, członkowie grupy zrzeszającej i stowarzyszającej kraje wydobywające i eksportujące ropę naftową (OPEC+) zdecydowali o ograniczeniu wydobycia o 2 mln baryłek ropy dziennie od 1 listopada 2022 r., ograniczając podaż. Po drugie, coraz silniejsze są spekulacje, że chińskie władze odstąpią od polityki „zero COVID” i rozluźnią restrykcyjne ograniczenia sanitarne, co zapewni impuls rozwojowy dla chińskiej gospodarki i doprowadzi do wzrostu popytu na ropę. Podrożenie ropy na rynkach światowych oznaczałoby nowy impuls dla wzrostu cen paliw i kosztów transportu na rynku krajowym.

Przyszły rok przyniesie wyraźnie – i trwale – wyższe ceny żywności, paliw i energii. Impuls dezinflacyjny będzie pochodzić ze strony czynników wewnętrznych, na które przede wszystkim oddziałuje polityka pieniężna. Obniżenie zagregowanego popytu wskutek pogorszenia koniunktury i obniżenia tempa wzrostu gospodarczego nie będzie jednak na tyle silne, żeby doprowadzić do szybkiego spadku wskaźnika CPI do jednocyfrowego poziomu. Efekt bazy statystycznej doprowadzi do obniżenia odczytów tego wskaźnika w przyszłym roku, jednak w warunkach odkotwiczonych i uporczywych oczekiwań inflacyjnych, inflacja pozostanie wysoka w całym 2023 r. i zgodnie z obecną prognozą utrzyma się na dwucyfrowym poziomie do końca przyszłego roku. Średnioroczna inflacja w 2022 r. wyniesie 14,5%, a w 2023 r. – 15,3%.

### 3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym

Światowa gospodarka mierzy się z nieobserwowaną od lat uporczywą inflacją, która doprowadziła do drastycznych zmian na rynku finansowym, działającym od lat w warunkach rekordowo niskich stóp procentowych. Władze monetarne krajów wysoko rozwiniętych, dążąc do zahamowania wzrostu cen, rozpoczęły normalizację polityki pieniężnej, a część przeszła w szybkim tempie do zacieśniania warunków finansowych. W warunkach utrzymywania się znacznej niepewności związanej z wojną Rosji z Ukrainą i silniejszym od oczekiwań spowolnieniem gospodarczym w Chinach doprowadziło to do znacznego odpływu kapitału do gospodarek krajów wysoko rozwiniętych. Doszło do zaburzeń płynności w niektórych segmentach rynku finansowego, znacząco wzrosła też zmienność stóp procentowych i cen aktywów finansowych.

Z raportu na temat globalnej stabilności finansowej, publikowanego cyklicznie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, wynika, że w strefie euro narastają obawy o znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, związane z narastającą inflacją, a także gwałtownymi zmianami cen na rynku gazu ziemnego, powodującymi znaczne wahania wyceny ryzyka. W połączeniu z obserwowaną wysoką zmiennością warunków płynnościowych może to doprowadzić do zaburzeń na rynku finansowym. Aby im przeciwdziałać, Europejski Bank Centralny ustanowił mechanizm interwencyjny na rynku wtórnym skarbowych papierów wartościowych krajów strefy euro.

W Stanach Zjednoczonych również narastają obawy związane ze skutkami zacieśnienia polityki pieniężnej dla aktywności gospodarczej. Podobnie jest w Wielkiej Brytanii, z tym, że w tym kraju sytuację na rynku finansowym dodatkowo pogorszyło ogłoszenie przez byłą premier L. Truss wycofanego już programu znacznych obniżek podatków i zwiększenia stymulacji fiskalnej w celu opanowania wzrostu cen energii. Skala przeceny funta i brytyjskich obligacji skarbowych była tak znaczna, że Bank Anglii ogłosił 28 września br. rozpoczęcie interwencji na tym rynku i skup długoterminowych obligacji.

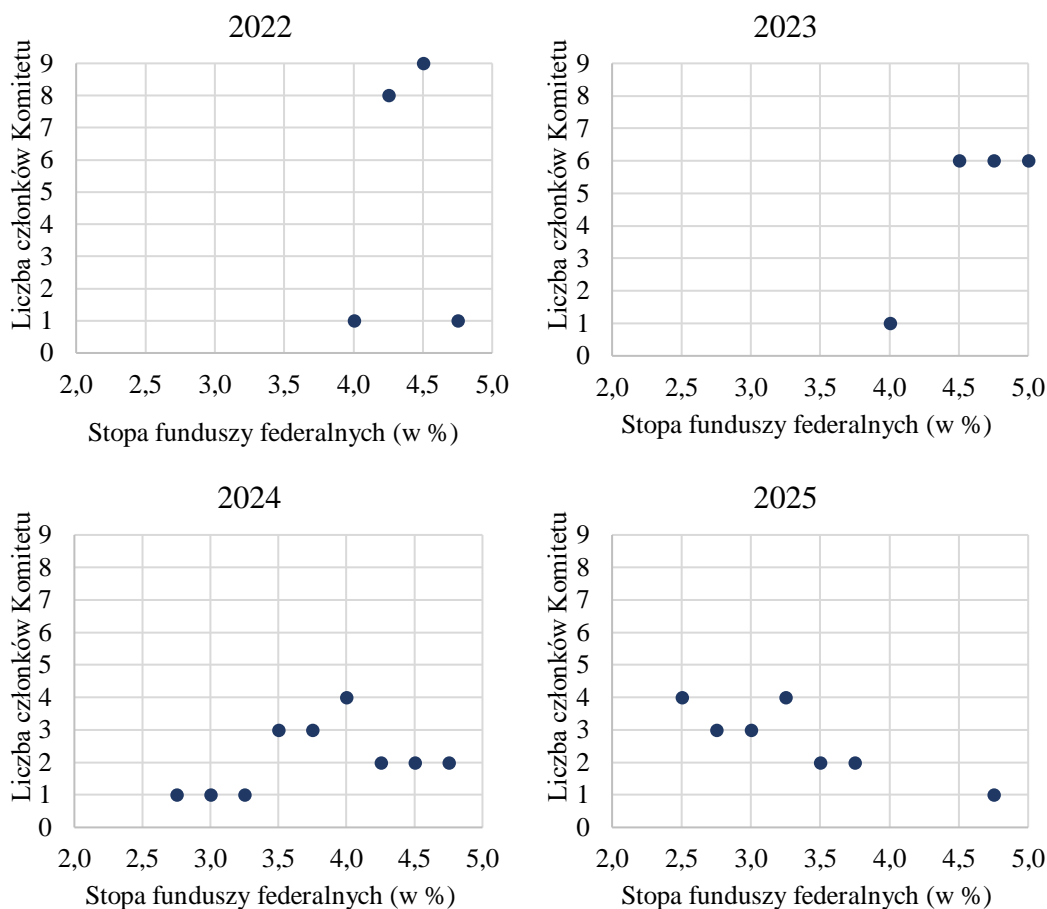
Banki centralne w krajach rynków wschodzących i rozwijających się również zacieśniły swoje polityki pieniężne. Podejście do tempa i skali zacieśnienia jest jednak bardzo różne. W krajach o znacznym stopniu zadłużenia i relacji długu publicznego do PKB obserwowano silne pogorszenie warunków finansowania na rynku obligacji i ostry wzrost rentowności. Zjawisko to było szczególnie silne w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Wymagało to zmiany skali i struktury finansowania budżetowych potrzeb pożyczkowych; w niektórych krajach wzrosła skala emisji długu denominowanego w walutach obcych.

Jednocześnie wraz ze wzrostem stóp procentowych narastają obawy o wypłacalność klientów banków, co dotyczy przede wszystkim przedsiębiorstw z sektora budownictwa. Deweloperzy w wielu krajach, w warunkach wyższych kosztów finansowania kredytem zakupu nieruchomości, zderzyli się z ograniczeniem wynikającym z niższego popytu, co negatywnie wpłynęło na ich płynność. Zdaniem Międzynarodowego Funduszu Walutowego, ewentualne upadłości przedsiębiorstw w tym sektorze mogłyby rozprzestrzenić się na sektor bankowy, prowadząc do zaburzenia o skali podobnej do obserwowanej po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 r.

Niemal wszystkie władze monetarne największych gospodarczo krajów świata zacieśniają politykę pieniężną. Od czerwcowego posiedzenia Federalny Komitet Otwartego Rynku łącznie podniósł stopę funduszy federalnych z przedziału 1,50–1,75% do przedziału 3,75–4,00%. Trwa redukcja posiadanego przez System Rezerwy Federalnej portfela obligacji skarbowych i hipotecznych. Komitet jest zdeterminowany, aby przywrócić inflację do celu, wynoszącego 2% (mierzonego wskaźnikiem inflacji PCE). Z zapisów dyskusji członków Komitetu wynika, że w pewnym momencie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej właściwe będzie ograniczenie tempa podwyżek stóp procentowych. Nastąpi wówczas ocena Komitetu, jaki efekt miały dotychczasowe podwyżki dla aktywności gospodarczej i inflacji. Część członków Komitetu już teraz wyraża obawy o ryzyko nadmiernego zacieśnienia polityki pieniężnej i jego konsekwencje dla aktywności gospodarczej. Większość uznaje jednak, że przywrócenie stabilności cen będzie prawdopodobnie wymagać utrzymania przez pewien czas restrykcyjnej polityki pieniężnej, która obniży inflację, ale będzie się to wiązać z pogorszeniem sytuacji gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Przewodniczący Komitetu, J. Powell, zaznaczył podczas konferencji prasowej po listopadowym posiedzeniu, że na razie nie ma mowy o przerwie w cyklu zacieśnienia amerykańskiej polityki pieniężnej. Zaznaczył, że konieczne są dalsze podwyżki, a ostateczny poziom stopy funduszy federalnych będzie wyższy, niż wcześniej oczekiwano. W efekcie jastrzębiego nastawienia Komitetu nastąpiła inwersja krzywej dochodowości amerykańskich obligacji, a to w przeszłości było zazwyczaj zapowiedzią recesji.

Ostatnie dostępne prognozy członków Komitetu, opublikowane we wrześniu, wskazują, na rozkład prognozowanych poziomów stopy funduszy federalnych. Wskazuje on, że w 2022 r. docelowy poziom tej stopy wynosi 4,25–4,50% (korekta o 100 p.b. wzwyż w porównaniu do czerwca br.), a w 2023 r. 4,50–4,75%. W kolejnych latach stopa funduszy federalnych ma być niższa i wynieść 3,75–4,00% w 2024 r.

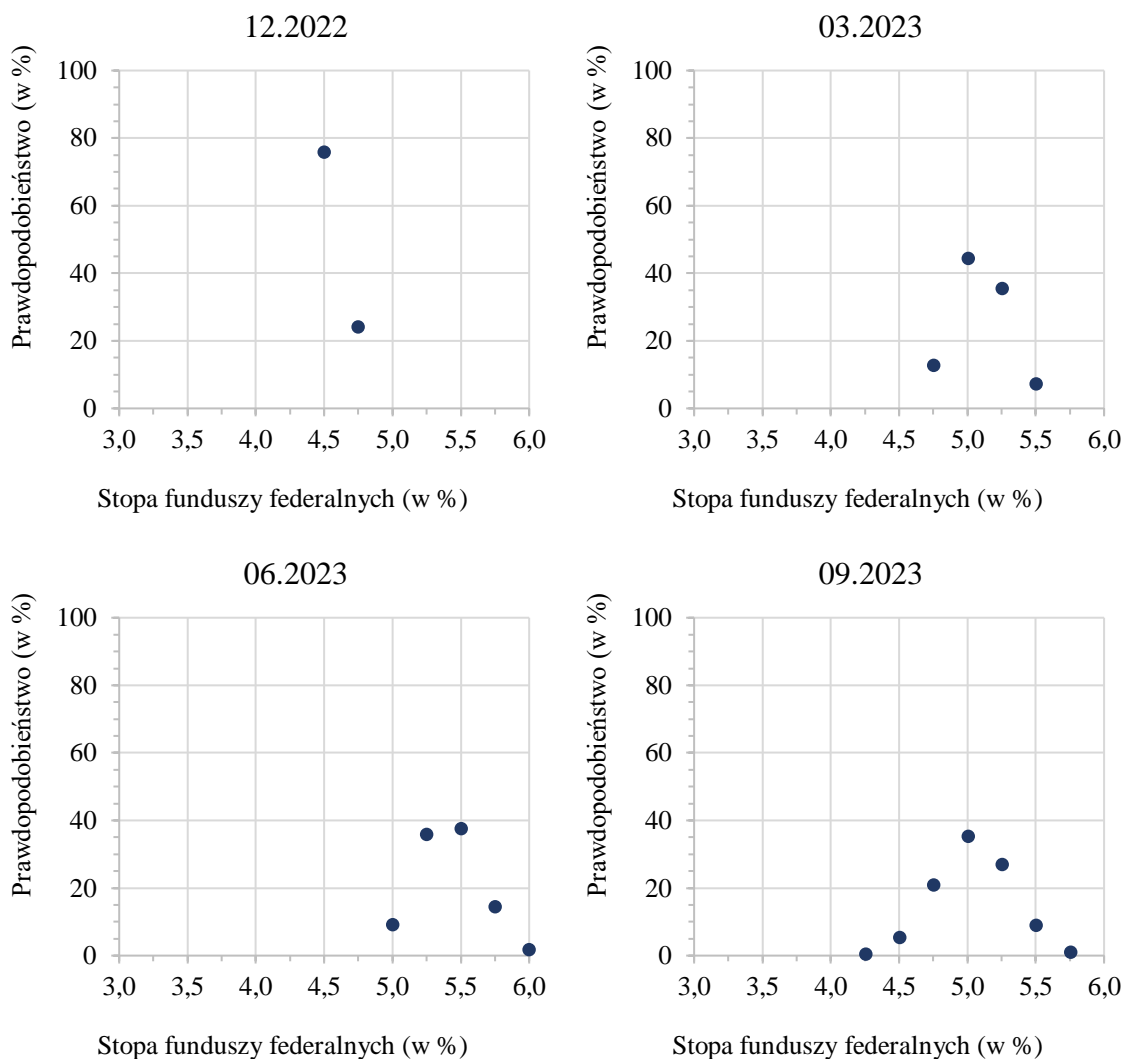
Wykres 2. Prognozy górnej granicy przedziału stopy funduszy federalnych, sformułowane przez członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku we wrześniu 2022 r.



Źródło: System Rezerwy Federalnej.

Komitet zbliża się jednak powoli do końca cyklu zacieśnienia tej polityki i deklaruje, że określając tempo przyszłych podwyżek stopy funduszy federalnych uwzględni podjęte wcześniej decyzje i ich opóźniony wpływ na aktywność gospodarczą. 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 24 listopada 2022 r., wynika, że inwestorzy oczekują na koniec br. stopy funduszy federalnych w przedziale 4,25–4,50%. W 2023 r. spodziewany jest jednak dalszy wzrost tej stopy do przedziału 4,75–5,00%.

Wykres 3. Implikowany poziom stopy funduszy federalnych na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 24 listopada 2022 r.



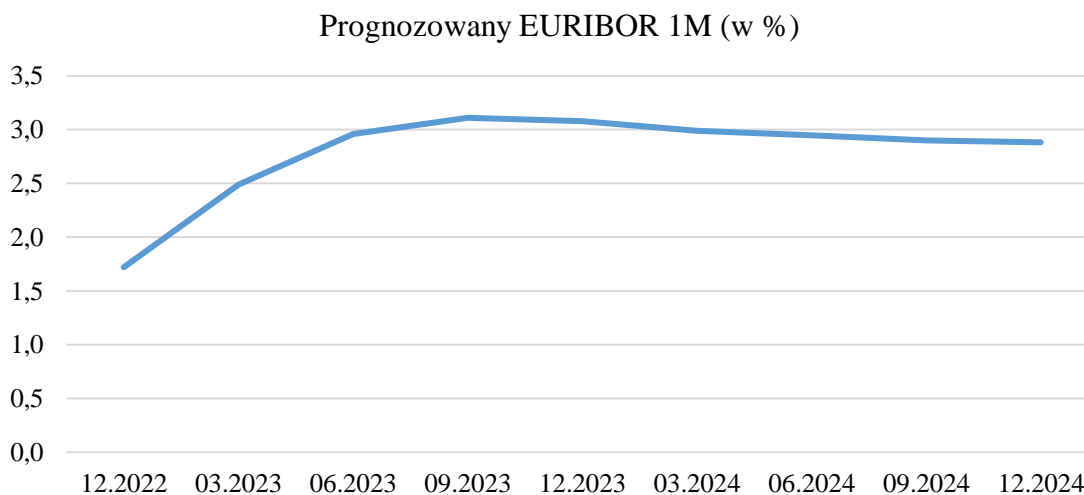
Źródło: CME FedWatch Tool.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego rozpoczęła proces zacieśniania polityki pieniężnej w lipcu 2022 r., poprzedzając go kilkutygodniową komunikacją z rynkiem, zapowiadającą zmianę warunków finansowania w strefie euro. Na posiedzeniu w tymże miesiącu Rada zdecydowała jednogłośnie o podwyżce stóp procentowych w strefie euro o 50 p.b. Była to pierwsza podwyżka od 2011 r. Wprowadzono wówczas również nowy instrument polityki pieniężnej: TPI (Transmission Protection Instrument). Może on zostać aktywowany w celu przeciwdziałania nieuzasadnionej, chaotycznej dynamice na rynku, stanowiącej zagrożenie dla transmisji polityki pieniężnej w strefie euro. Jego celem jest ograniczenie fragmentacji rynku długu w strefie euro, co dotyczy przede wszystkim krajowych rynków długu krajów południowych. Pierwszą linią obrony jest jednak reinwestowanie spłat kapitału z tytułu

zapadających papierów wartościowych, kupionych przez EBC wskutek realizacji nadzwyczajnego programu skupu w czasie pandemii COVID-19.

Na wrześniowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC podniosła podstawowe stopy procentowe EBC o 75 p.b. Taką samą decyzję podjęto w październiku. W efekcie stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących oraz stopy kredytu i depozytu w banku centralnym wynoszą odpowiednio: 2,00%, 2,25% oraz 1,50%. Rada Prezesów zapowiedziała, że będzie kontynuować podnoszenie stóp, żeby zapewnić, aby inflacja wkrótce powróciła do celu wynoszącego 2% w średnim okresie. Rada oceniła przy tym, że inflacja nadal jest zdecydowanie zbyt wysoka i przez dłuższy czas będzie przekraczać docelowy poziom. Polityka pieniężna ma więc na celu zmniejszyć wsparcie popytu i chronić przed ryzykiem stałego wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Ponadto, aby lepiej dostosować oprocentowanie rezerw obowiązkowych utrzymywanych w Eurosystemie przez instytucje kredytowe do warunków na rynku pieniężnym, Rada Prezesów zdecydowała, że rezerwy obowiązkowe będą oprocentowane po stopie depozytowej EBC.

Wykres 4. Implikowany poziom stopy EURIBOR 1M na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 22 listopada 2022 r. (w %)



Źródło: Chatham Financial.

Inne banki centralne również podnoszą podstawowe stopy procentowe. Po nieoczekiwanej przez inwestorów podwyżce w czerwcu stopa referencyjna Szwajcarskiego Banku Narodowego została ponownie podniesiona we wrześniu 2022 r., o 75 p.b. do poziomu 0,5%. Oznacza to powrót do obszaru dodatnich rynkowych stóp procentowych i zakończenie

7-letniego okresu realizacji polityki ujemnych stóp. W komunikacie wydanym po posiedzeniu stwierdzono, że celem jest powstrzymanie rozprzestrzeniania się wzrostu cen z sektora towarów, w szczególności żywności i energii, do sektora usług. Szwajcarski bank centralny nie wykluczył kolejnych podwyżek stopy referencyjnej, zadeklarował też gotowość do prowadzenia interwencji na rynku walutowym. Nie wskazano jednak ani docelowej skali zacieśnienia polityki pieniężnej, ani strefy ograniczania zmienności kursu franka szwajcarskiego, stąd decyzja szwajcarskich władz monetarnych nie została odebrana jako jastrzębia. Na kolejnym, grudniowym, posiedzeniu spodziewana jest kolejna podwyżka stopy referencyjnej, ale już o mniejszej skali.

Od publikacji poprzedniego Raportu rynkowego stopę referencyjną trzykrotnie podniósł Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii, w sierpniu, we wrześniu i w listopadzie. Jednocześnie trwa program redukcji portfela obligacji skarbowych. Na listopadowym posiedzeniu Komitet dokonał podwyżki stopy referencyjnej o 75 p.b., do poziomu 3,0%. Decyzja o podwyżce była jednogłówna, choć dwóch członków opowiedziało się za jej mniejszą skalą. Przekazując informację na temat spodziewanego poziomu stopy referencyjnej Komitet stwierdził, że nie osiągnie ona poziomu implikowanego przez wycenę instrumentów rynkowych, którego maksimum przypada na III kwartał 2023 r., gdy wynosi on 5,25%. Komitet wyraził determinację do podjęcia wszelkich niezbędnych działań, by sprowadzić inflację do celu, wynoszącego 2%, nawet gdyby miało to pogłębić spadek dynamiki PKB. Nie zadeklarował jednak dalszych podwyżek, przyjmując strategię *wait and see*.

Na sytuację na rynku finansowym w Wielkiej Brytanii oddziaływało zamieszanie wokół reformy brytyjskiego budżetu. Premier L. Truss zapowiedziała wdrożenie pakietu łagodzenia polityki fiskalnej, obejmującego m.in. dopłaty do rachunków za gaz i energię dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a także obniżenie stawek PIT, co doprowadziło do skokowego osłabienia się funta szterlinga. Rentowność długoterminowych brytyjskich obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ciągu 4 dni podniosła się o ponad 150 p.b. Tak znaczne wahania sprawiły, że zamarł rynek kredytów hipotecznych. W tej sytuacji Bank Anglii przeprowadził interwencyjny, celowany skup brytyjskich długoterminowych obligacji skarbowych w okresie od 28 września do 14 października br., osłabiając w ten sposób efekt już dokonanych podwyżek stóp procentowych. Zaburzenia na rynku finansowym były tak znaczne, że finalnie doprowadziły do ustąpienia L. Truss ze stanowiska 20 października, zaledwie po 44 dniach urzędowania.

Już po zmianie na stanowisku premiera – funkcję tę 24 października 2022 r. objął R. Sunak – nowy kanclerz skarbu zapowiedział wycofanie się z obniżek podatków i planów



stymulacji fiskalnej, ogłoszonych we wrześniu przez poprzedni rząd. W szczególności, skrócono obowiązywanie programu gwarantowanych limitów na ceny energii dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw do kwietnia 2023 r. (pierwotnie miał obowiązywać do października 2024 r.). Zmiany mają łącznie ograniczyć skalę stymulacji fiskalnej o 32 mld funtów rocznie, czyli o ok. 2/3. Umożliwiło to umocnienie funta oraz doprowadziło do spadku rentowności brytyjskich obligacji skarbowych na rynku wtórnym.

Polska, tak jak inne kraje, zмага się z rekordowo wysoką inflacją. Presja inflacyjna w polskiej gospodarce wciąż narasta. W okresie od stycznia do września br. ceny towarów i usług konsumpcyjnych przekroczyły poziom sprzed roku o 13,3%. Szczególnie silny był wzrost cen towarów i usług związanych m.in. z transportem (o 21,8%), cen w zakresie mieszkania (o 19,0%) oraz cen żywności i napojów bezalkoholowych (o 13,2%). Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w październiku br. wzrosły o 17,9% r/r. W ujęciu miesiąc do miesiąca ceny wzrosły o 1,8%. W skali roku wyższe ceny w zakresie mieszkania (o 25,0%), żywności (o 22,8%), transportu (o 17,3%), rekreacji i kultury (o 14,8%) oraz restauracji i hoteli (o 18,5%) podniosły ten wskaźnik odpowiednio o 6,31, 5,42, 1,71 i o 0,89 p.p. Wskaźnik tzw. inflacji bazowej wyniósł 11,0% r/r i 1,0% m/m.

Rada Polityki Pieniężnej ostatni raz zdecydowała o podwyżce podstawowych stóp procentowych NBP o 25 p.b. na wrześniowym posiedzeniu. Stopa referencyjna po tej podwyżce wynosi 6,75%. Rada oceniła, że podwyższanie stóp procentowych NBP wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny oraz obniżeniem dynamiki aktywności gospodarczej będzie oddziaływać w kierunku obniżania się inflacji. Jednak już na październikowym posiedzeniu RPP nie zdecydowała się na podwyżkę podstawowych stóp procentowych NBP. Rada uznała, że dotychczasowe zacieśnienie polityki pieniężnej oraz spodziewane obniżenie się dynamiki PKB przyczynią się do ograniczenia popytu, co będzie obniżać inflację w kierunku celu inflacyjnego. Obniżenie to będzie stopniowe z uwagi na skalę i trwałość szoków będących poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Podczas wystąpienia po posiedzeniu prezes NBP A. Głapiński stwierdził, że nastąpiło zatrzymanie cyklu podwyżek, a nie formalny koniec cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej. Wskazał, że gdyby w projekcji zawartej w listopadowym raporcie o inflacji NBP okazało się, że czynniki wewnętrzne powodujące inflację się rozwijają, to byłoby to silne wskazanie, żeby podtrzymać dalsze trwanie cyklu zacieśniania.

W listopadzie 2022 r. RPP pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP bez zmian. Rada zapoznała się też z wynikami projekcji inflacji i PKB. Wynika z niej, że przy założeniu niezmiennych stóp procentowych roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym

prawdopodobieństwem w przedziale 14,4–14,5% w 2022 r. (wobec 13,2–15,4% w projekcji z lipca 2022 r.), 11,1–15,3% w 2023 r. (wobec 9,8–15,1%), 4,1–7,6% w 2024 r. (wobec 2,2–6,0%) oraz 2,1–4,9% w 2025 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,3–4,9% w 2022 r. (wobec 3,9–5,5% w projekcji z lipca 2022 r.), -0,3–1,6% w 2023 r. (wobec 0,2–2,3%), 1,0–3,1% w 2024 r. (wobec 1,0–3,5%) oraz 1,8–4,4% w 2025 r.

Na tej podstawie RPP uznała w komunikacie wydanym po posiedzeniu, że spodziewane osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie wpływać ograniczająco na globalną inflację i ceny surowców. Osłabienie koniunktury światowej będzie także obniżać dynamikę wzrostu gospodarczego w Polsce. W takich warunkach dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie sprzyjać obniżaniu się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania obecnych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka, a powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Taki sam komunikat został opublikowany po grudniowym posiedzeniu.

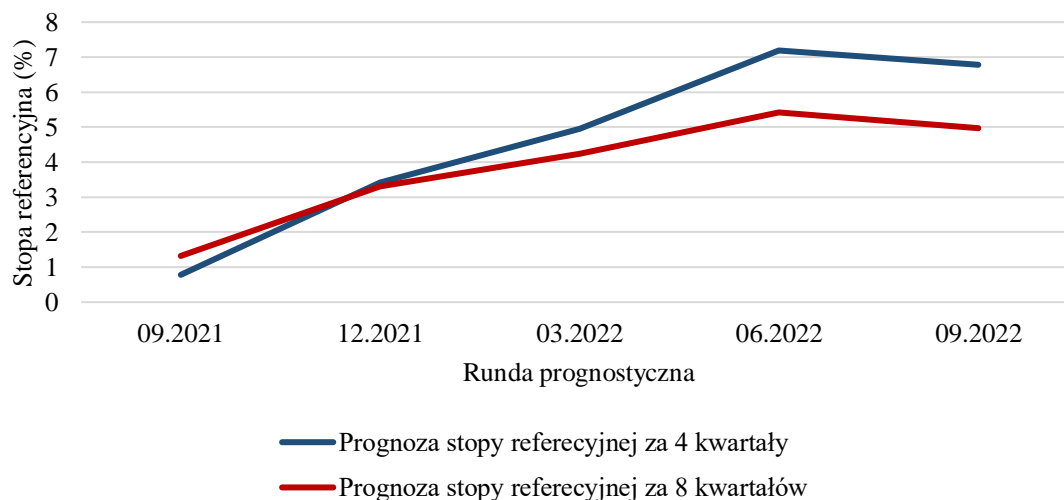
Decyzja Rady o wstrzymaniu zacieśnienia monetarnego świadczy o tym, że RPP coraz bardziej obawia się negatywnego wpływu podwyżek stóp na koniunkturę. Takie stanowisko potwierdzają wypowiedzi większości członków RPP. Podkreślają oni, że luka popytowa się domyka, a dalsze podwyżki stóp wywołałyby tylko pogorszenie koniunktury, a nie zmieniłyby znacząco perspektyw inflacji, chyba że byłyby drastyczne. Dlatego za pożądane uznawane jest utrzymanie podstawowych stóp procentowych na obecnym poziomie, by osłabienie gospodarcze, było jak najmniejsze. Podwyżki podstawowych stóp procentowych wspiera obecnie jedynie trzech członków RPP nominowanych przez Senat. Wstrzymanie się z dalszymi podwyżkami podstawowych stóp procentowych jest do pewnego stopnia spójne z polityką pieniężną realizowaną w regionie: Zarząd Czeskiego Banku Narodowego stabilizuje stopę referencyjną na poziomie 7,0% uznając, że obecnie nadszedł czas na stabilizowanie warunków w gospodarce. Prezes czeskiego banku centralnego stwierdził, że poziom 7,0% jest na tyle wysoki, że hamuje aktywności gospodarczą i obniża presję inflacyjną.

Po przerwaniu – a być może zakończeniu – cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, doszło do wyprzedaży polskich obligacji skarbowych na rynku wtórnym, co nastąpiło na początku października br. Było to skutkiem drastycznego wzrostu rozbieżności między oczekiwaniami inwestorów a komunikacją ze strony Rady Polityki Pieniężnej po październikowym posiedzeniu. Rozbieżność tę wzmogły obawy o perspektywy fiskalne wskutek informacjach

o możliwym zablokowaniu wypłaty funduszy europejskich w ramach Polityki Spójności w związku z nierespektowaniem przez Polskę zasad dotyczących praworządności, planowanej emisji na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych przez BGK w wysokości ponad 15 mld zł do końca tego roku, a także zapowiedzi umieszczenia na stałe tzw. czternastej emerytury w budżecie państwa. W tej sytuacji inwestorzy odebrali komunikację władz monetarnych jako niewiarygodną, stąd rentowności 5-letnich polskich obligacji skarbowych przekroczyły 8,75%, co stanowiło poziom nieobserwowany od 20 lat, a 3-miesięczny WIBOR zbliżył się do poziomu 7,5%. Korekta tych wzrostów nastąpiła w drugiej połowie października, gdy inwestorzy zaczęli dyskontować scenariusz zakończenia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce i głębszego od dotychczasowych oczekiwań spowolnienia gospodarczego.

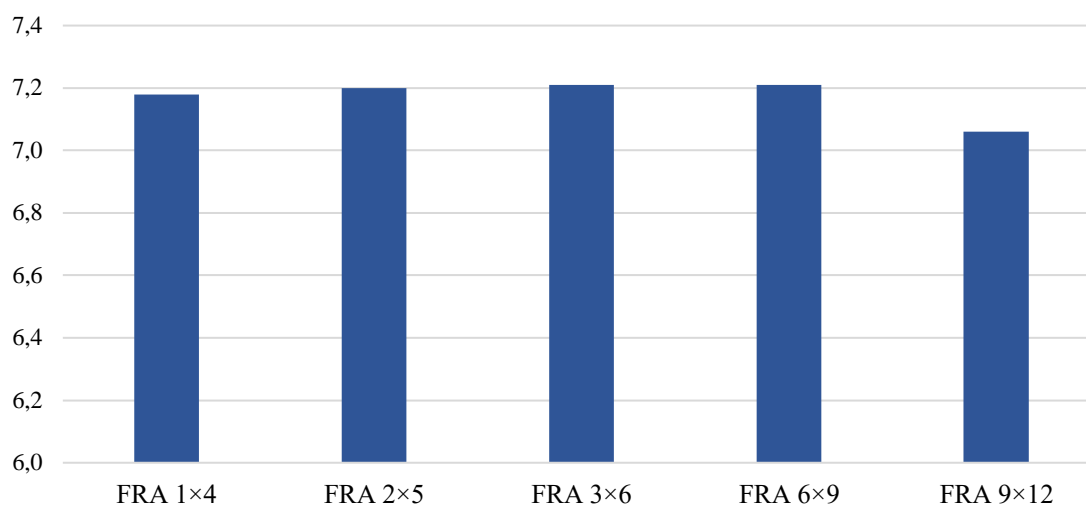
Notowania stawek FRA wciąż wyceniają podwyżkę stopy referencyjnej NBP o 25 p.b. do poziomu ok. 7,0%. Biorąc jednak pod uwagę obawy członków RPP o wpływ podwyżek stóp na koniunkturę, w scenariuszu bazowym zakłada się, że RPP zakończyła cykl zacieśnienia polityki pieniężnej. Bilans ryzyka dla prognozy jest jednak ukierunkowany w górę – podwyżki stóp mogą nastąpić, gdyby początek przyszłego roku przyniósł dalszy silny wzrost inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI. Taki właśnie scenariusz obecnie wyceniają inwestorzy. Oceny profesjonalnych prognostów, ankietowanych przez NBP, są natomiast bardziej zbieżne z aktualną komunikacją krajowych władz monetarnych. Prognozy oczekują stabilizacji stopy referencyjnej w ciągu następnych 4 kwartałów i jej obniżek w perspektywie 8 kwartałów.

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



Źródło: NBP.

Wykres 6. Notowania kontraktów FRA według stanu na 22 listopada 2022 r.



Źródło: Patria.

Rosnąca presja inflacyjna i jednocześnie złagodzenie retoryki RPP spowodowały wspomniany już skokowy wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych w pierwszej połowie października. Druga część miesiąca przyniosła jednak korektę tej zmiany. Sprzyjały temu spadki rentowności amerykańskich i niemieckich obligacji skarbowych, a także odwołanie przez Bank Gospodarstwa Krajowego przetargu obligacji, który miał się odbyć 24 października, i zredukowanie puli podaży przez Ministerstwo Finansów w ofercie obligacji z 20 października w stosunku do pierwotnego planu podaży. Wzrost rentowności hamują też rosnące obawy o pogorszenie koniunktury, które przejściowo wpływać będą na ukształtowanie się inwersyjnej krzywej dochodowości. Być może na wzrost popytu wpłynie planowane przez rząd wyłączenie z podstawy opodatkowania tzw. podatkiem bankowym obligacji emitowanych przez BGK i PFR oraz transakcji repo. Wskutek niepewności dotyczącej dalszego kształtowania się koniunktury w Polsce rentowności 2- i 5-letnich obligacji skarbowych w najbliższych tygodniach powinny kształtować się na poziomie ok. 7%.

Wraz z wyprzedzą polskich obligacji skarbowych nastąpiła redukcja pozycji utrzymywanych w złotym przez zagranicznych inwestorów. Efektem było znaczne, choć przejściowe, osłabienie się polskiego złotego, do poziomu przekraczającego 5,0 USD/PLN. Koniec października i listopad przyniosły umocnienie polskiego złotego. Kurs złotego wspierała wymiana walut obcych na rynku przez BGK, a także decyzja Rady Prezesów EBC i podwyżka podstawowych stóp procentowych strefy euro, która doprowadziła do aprecjacji euro wobec dolara. Polski złoty skorzystał z tego umocnienia. Trudno ocenić, na ile będzie ono trwałe, biorąc pod uwagę agresywne oczekiwania dotyczące podwyżek podstawowych stóp

procentowych NBP. Brak tych podwyżek na kolejnych posiedzeniach może doprowadzić do przeceny polskiego złotego wskutek dostosowania oczekiwań do komunikacji RPP. Złotemu nie będzie też pomagać utrzymujący się deficyt na rachunku obrotów towarowych handlu zagranicznego.

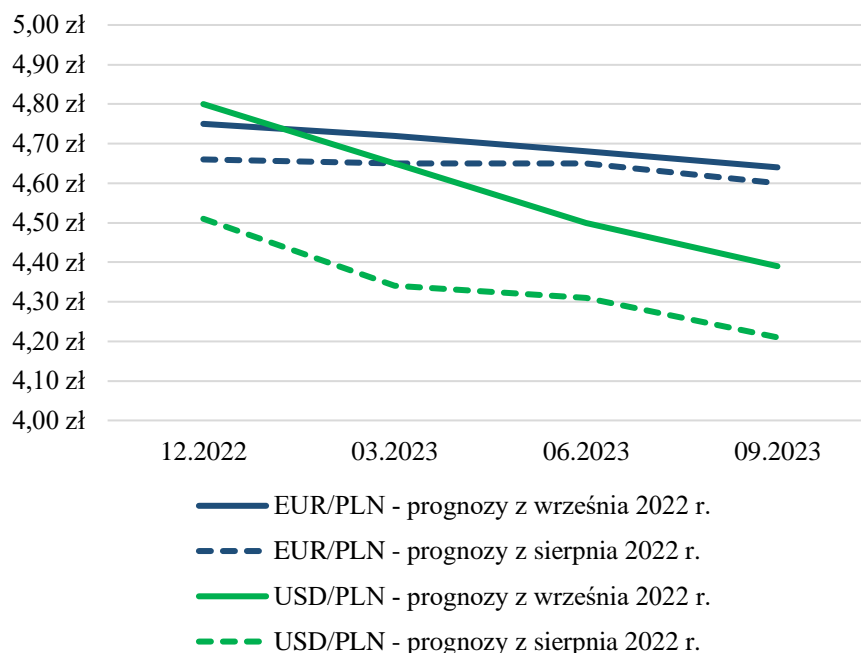
Kombinacja łagodnej polityki fiskalnej (tarcze antyinflacyjne) i nie dość restrykcyjnej polityki pieniężnej (utrzymywanie ujemnej realnej stopy procentowej) w połączeniu z negatywnym szokiem podaźowym (znaczący wzrost cen surowców energetycznych i żywności), a także przedłużającą się wojną Rosji z Ukrainą utrzymuje ograniczoną atrakcyjność inwestycyjną Polski. 30 września 2022 r. Agencja S&P Global utrzymała rating Polski dla długoterminowych zobowiązań zaciąganych w walucie obcej na poziomie A- i oceniła, że rosyjsko-ukraiński konflikt zbrojny będzie miał poważne skutki dla polskiej gospodarki. Uznała, że rating mógłby znaleźć się pod presją, gdyby negatywny wpływ konfliktu na Ukrainie był większy i bardziej długotrwały niż obecnie spodziewany, bądź też gdyby transfery środków z UE w wyniku napięć politycznych między Polską a władzami UE zostały ograniczone.

Agencja Moody's również utrzymała rating Polski dla długoterminowych zobowiązań zaciąganych w walucie obcej, na dotychczasowym poziomie A2. Nastąpiło to 28 października 2022 r. Agencja oceniła, że napięte relacje z UE są negatywnym czynnikiem dla ratingu, a długotrwałe wstrzymanie wypłat środków w ramach Funduszu Odbudowy i Zwiększania Odporności jest czynnikiem ryzyka dla prognoz wzrostu PKB i sytuacji fiskalnej. Dalsze pogorszenie się sytuacji w odniesieniu do praworządności oraz intensyfikacja konfliktu z UE byłaby negatywna dla ratingu. Ocenę polityki fiskalnej może pogorszyć planowane przez rząd wyłączenie ze stabilizującej reguły wydatkowej wydatków na wsparcie podmiotów dotkniętych kryzysem energetycznym lub zapewnienie bezpieczeństwa energetycznego, wsparcie emerytów i rencistów w związku ze wzrostem inflacji oraz finansowanie sił zbrojnych.

Krótkoterminowe perspektywy dla złotego nie są pozytywne, choć tendencje aprecjacyjne z drugiej połowy października nie wygasły. Wciąż słaby jest jednak sentyment rynkowy: mediana bieżących prognoz walutowych, formułowanych przez międzynarodowe instytucje finansowe, przesunęła się wyraźnie w górę, zwłaszcza dla kursu USD/PLN, w porównaniu z prognozami formułowanymi jeszcze w sierpniu. Rosnąca niepewność i obawy związane z recesją gospodarczą oraz kryzysem energetycznym w Europie nie pomagają polskiej walucie. Na jego słabość wobec głównych walut wpływa wspomniana awersja do ryzyka w regionie oraz prawdopodobna kontynuacja cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w strefie euro przez Radę Prezesów EBC. W jego następstwie krzywa implikowanego poziomu

stopy EURIBOR 1M na podstawie wyceny kontraktów terminowych w ciągu trzech miesięcy podniosła się o ok. 1 p.p.

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



Źródło: Bloomberg, bankier.pl.

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

Wyszczególnienie	IV kw. 2022	I kw. 2023	II kw. 2023	III kw. 2023	IV kw. 2023
USD/PLN	4,52	4,62	4,59	4,54	4,51
EUR/PLN	4,70	4,77	4,74	4,70	4,67
2Y PLN	6,91	6,94	6,91	6,87	6,84
5Y PLN	6,79	6,80	6,80	6,73	6,68
stopa referencyjna	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75

Źródło: IPS-SGB.

Jak pokazały wydarzenia z początku października 2022 r., rynkowe obawy i wywołana nimi mobilność kapitału mogą powodować silne krótkookresowe zaburzenia na krajowym rynku walutowym i rynku obligacji. Dodatkowo, szybkie tempo zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych – ale także i w innych krajach wysoko rozwiniętych – wraz z przedłużającą się wojną Rosji z Ukrainą stanowią zachętę do odpływu kapitału do tzw. bezpiecznych przystani. Powoduje to, że presja na deprecjację złotego wobec głównych walut pozostaje silna. Konsekwencją będzie generowanie impulsów inflacyjnych ze strony kanału

kursowego, co na zasadzie sprzężenia zwrotnego dodatkowo osłabi złotego, choć zaznaczyć wypada, że siła oddziaływania tego kanału w polskiej gospodarce nie jest znaczna.

Polskiej waluty nie będą też wspierać coraz słabsze dane makroekonomiczne, wskazujące na pogorszenie koniunktury, a być może także na przejściową recesję na początku 2023 r. W dłuższym okresie, przy założeniu wygaszenia konfliktu Rosji z Ukrainą i stopniowego powrotu polskiej gospodarki na ścieżkę wzrostu gospodarczego w drugiej połowie 2023 r., spodziewane jest jednak pewne umocnienie polskiej waluty.

## 4. Analiza portfeli papierów komercyjnych w posiadaniu banków spółdzielczych

### 1) Sytuacja na rynku komercyjnych dłużnych papierów wartościowych

W porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła o 3,4 mld zł, tj. o 7,5%. Wolumen korporacyjnych obligacji złotych powiększył się o 2.825.547,9 tys. zł, o 122.181,8 tys. zł przyrósł dług przedsiębiorstw nominowany w euro<sup>2</sup>, a o 455.100 tys. zł zwiększył się rynek obligacji komunalnych. Liczba emitentów powiększyła się o 5 podmiotów, a liczba uplasowanych serii obligacji była wyższa o 78 (przyrost o 20,6%).

Na 30 września 2022 r. na regulowanych rynkach obligacji (Catalyst i BondSpot) notowane było 457 serii obligacji, których emitentami było:

- 1) 77 przedsiębiorstw – 231 serii obligacji na kwotę nominalną ok. 44.422,4 mln zł; kwota ta obejmowała 7 serii obligacji nominowanych w euro (Tabela 3) na łączną kwotę 1.371 mln EUR, co w przeliczeniu na walutę krajową (wg kursu średniego NBP z 24.11.2022 r.) dało ok. 6.442,7 mln zł,

Tabela 3. Emisje nominowane w euro wg stanu na 30.09.2022 r.

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Odsetki</b>	<b>Bieżący kupon</b>	<b>Wartość emisji [tys. euro]</b>
Echo Investment	ECH1024	23.10.2024	stałe 4,50%	4,50%	40 000
MLP Group	MLP0523	11.05.2023	EURIBOR 6M + 2,75%	5,07%	10 000
	MLP0124	22.01.2024	EURIBOR 3M + 3,95%	5,41%	6 000
	MLP0524	17.05.2024	EURIBOR 6M + 2,3%	4,64%	20 000
	MLP0225	19.02.2025	EURIBOR 6M + 2,95%	3,69%	45 000
Orlen Capital AB	OR10623	07.06.2023	stałe 2,50%	2,50%	750 000
PKN Orlen	PKN0528	27.05.2028	stałe 1,125%	1,125%	500 000
<b>Suma</b>					<b>1 371 000</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

- 2) 43 jednostki samorządów – 219 serie obligacji na łączną kwotę 4.077,1 mln zł,
- 3) 6 banków spółdzielczych – 7 serii obligacji na kwotę 84,2 mln zł, która w ostatnim półroczu nie uległa zmianie (Tabela 4).

<sup>2</sup> Według kursu średniego NBP z 24.11.2022 r. wynoszącego 4,6993 PLN/EUR.



Tabela 4. Emisje banków spółdzielczych notowane na rynku publicznym

<b>Emitent</b>	<b>Data emisji</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Odsetki</b>	<b>Bieżący kupon</b>	<b>Wartość emisji [tys. zł]</b>
BS-PMBS Zabłudów	12.2011	18.06.2024	WIBOR 6M + 3,0%	10,08%	5 000
ESBANK	01.2012	16.07.2025	WIBOR 6M + 3,0%	10,29%	5 000
Bałtycki Bank Spółdzielczy	06.2012	24.12.2025	WIBOR 6M + 3,0%	10,21%	2 900
PBS Ciechanów	09.2012	14.09.2027	WIBOR 6M + 3,5%	10,85%	11 090
Krakowski Bank Spółdzielczy	09.2013	20.09.2023	WIBOR 6M + 3,3%	10,62%	50 000
PBS Ciechanów	11.2014	26.11.2024	WIBOR 6M + 3,0%	9,7%	5 220
BS Limanowa	05.2015	15.05.2025	WIBOR 6M + 3,0%	9,62%	5 000
<b>Suma</b>					<b>84 210</b>

Zródło: obligacje.pl.

Do pierwszej grupy zaliczało się m.in. 35 serii obligacji 9 banków komercyjnych (Alior Bank, Bank Millennium, Bank Poczty, BOŚ, Getin Noble Bank, mBank, Bank Pekao, PKO BP oraz Santander Bank Polska). W porównaniu do sytuacji sprzed pół roku liczba wyemitowanych serii wzrosła o jedną, wyemitowaną przez Santander Bank Polska (SPL1223), o wartości 750 mln zł. Wartość nominalna zadłużenia pozostałych banków nie uległa zmianie, zatem łączna wartość obligacji banków komercyjnych, uplasowanych na Catalyst, wyniosła ponad 12,25 mld zł, rosnąc w stosunku do końca marca br. o wartość wskazanej wcześniej emisji. Wartość ta stanowiła na koniec III kwartału 2022 r. niemal 25,3% wartości wszystkich emisji notowanych na publicznym rynku obligacji komercyjnych i blisko 27,6% obligacji korporacyjnych.

Wśród emitentów o największym udziale w rynku obligacji korporacyjnych nie nastąpiły od końca marca br. praktycznie żadne zmiany, biorąc pod uwagę wartość nominalną uplasowanych emisji. W grupie tej znalazły się PKN Orlen (8,2%), Pekao (6,2%), PKO BP (6,1%), PZU (5,1%), a szczegóły tych emisji zawiera Tabela 5. Kolejnych trzech emitentów – KGHM Polska Miedź, Cyfrowy Polsat i Enea – odnotowało jednakowy udział wynoszący 4,49%. Wymienione 7 podmiotów wyemitowało łącznie obligacje o wartości nominalnej przekraczającej 38% (17,25 mld zł) obligacji przedsiębiorstw (łącznie ze wspomnianymi powyżej emisjami banków komercyjnych stanowiły one ponad połowę tego segmentu rynku), oraz ponad 35% całego rynku pierwotnego obligacji komercyjnych notowanych na rynku publicznym, którego wartość na koniec września 2022 r. wyniosła około 48,4 mld zł.

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

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
PKN Orlen	12.2017	08.12.2022	WIBOR 6M + 1%	7,91%	200 000
	12.2020	22.12.2025	WIBOR 6M + 0,95%	8,09%	1 000 000
	05.2021	27.05.2028	półroczne, stałe	1,125%	2 350 000
Bank Pekao Polska Kasa Opieki	10.2017	29.10.2027	WIBOR 6M + 1,52%	7,62%	1 250 000
	10.2018	16.10.2028	WIBOR 6M + 1,55%	8,91%	550 000
	10.2018	14.10.2033	WIBOR 6M + 1,8%	9,16%	200 000
	06.2019	04.06.2031	WIBOR 6M + 1,7%	8,50%	750 000
PKO Bank Polski	08.2017	28.08.2027	WIBOR 6M + 1,55%	8,85%	1 700 000
	03.2018	06.03.2028	WIBOR 6M + 1,5%	8,84%	1 000 000
PZU	06.2017	29.07.2027	WIBOR 6M + 1,8%	9,09%	2 250 000
<b>Suma</b>					<b>11 250 000</b>

Źródło: obligacje.pl.

Tabela 6. Emitenci zwiększający w stosunku do końca I kwartału 2022 r. wolumen emisji na publicznym rynku obligacji korporacyjnych

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wolumen emisji [tys. zł]
AB	ABE0726	14.07.2026	WIBOR 6M + 2,5%	9,84%	30 000
AOW Faktoring	AOW0125	25.01.2025	WIBOR 3M + 5,1%	12,46%	10 000
Archicom	ARH0324	15.03.2024	WIBOR 3M + 3,2%	10,35%	110 000
BBI Development	BBD0223	22.02.2023	WIBOR 6M + 7,75%	15,05%	13 500
Cavatina Holding	CAV1225	30.12.2025	WIBOR 6M + 6,0%	13,28%	40 000
	CA11225	30.12.2025	WIBOR 6M + 6,0%	13,30%	20 000
Dekpol	DKP0925	22.09.2025	WIBOR 3M + 4,6%	11,75%	12 102
Echo Investment	ECH0426	27.04.2026	WIBOR 6M + 4,0%	11,65%	40 000
Echo Investment	ECH0626	27.06.2026	WIBOR 6M + 4,0%	11,26%	40 000
Infinity	INY0225	10.02.2025	WIBOR 3M + 4,8%	11,82%	23 000
Invest TDJ Estate	TDJ0624	03.06.2024	WIBOR 6M + 3,5%	10,29%	115 000
Kruk	KRU0827	04.08.2027	WIBOR 3M + 3,3%	10,33%	60 000
	KR10627	02.06.2027	WIBOR 3M + 3,3%	10,38%	50 000
MLP Group	MLP0124	22.01.2024	EURIBOR 3M + 3,95%	5,41%	28 196
Novdom	NOD1224	02.12.2024	WIBOR 3M + 4,85%	11,95%	20 000
PragmaGO	PRF0626	13.06.2026	WIBOR 3M + 4,0%	11,16%	10 000
R.Power	RPE0626	02.06.2026	WIBOR 6M + 4,95%	11,72%	50 000
Santander Bank Polska	SPL1223	22.12.2023	WIBOR 6M + 0,55%	7,69%	750 000
Victoria Dom	VI10825	30.08.2025	WIBOR 3M + 4,8%	12,36%	5 272
<b>Suma</b>					<b>1 427 070</b>

Źródło: obligacje.pl.

W porównaniu do końca I kwartału 2022 r. rynek długu przedsiębiorstw wzrósł o 484,1 mln zł (w tym wzrost emisji nominowanych w euro o ok. 28,2 mln zł), co oznacza przyrost o nieco ponad 1%. Liczba wyemitowanych serii wzrosła o 7, a liczba emitentów wzrosła o 1 podmiot. Z grona emitentów ubył Benefit System, a pojawili się Invest TDJ Estate oraz Novdom. 14 emitentów (w tym jeden emitujący obligacje nominowane w EUR) obecnych na rynku na koniec marca 2022 r. zdecydowało się w ostatnim półroczu na zwiększenie zadłużenia (Tabela 6), natomiast zmniejszenie wolumenu miało miejsca w przypadku 11 emitentów, bez uwzględnienia w/w Benefit System (Tabela 7).

Tabela 7. Emitenci o malejącym w stosunku do końca I kwartale 2022 r. wolumenie emisji na publicznym rynku obligacji korporacyjnych

<b>Emitent</b>	<b>Spadek wolumenu wyemitowanych obligacji [tys. zł]</b>
Ghelamco Invest	218 345
Atal	200 000
PKN Orlen	200 000
Kredyt Inkaso	48 093
Best	45 776
Marvipol Development	43 906
Cognor	40 000
Columbus Energy	30 000
Indos	12 500
Europejskie Centrum Odszkodowań	1 414
Arche	916
<b>Suma</b>	<b>840 951</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl.

Podkreślanym w wielu komentarzach analitycznych zjawiskiem, odnotowanym na publicznym rynku papierów komercyjnych, był fakt, że w omawianym okresie po raz pierwszy w historii jego funkcjonowania wszyscy emitenci wywiązali się terminowo z wykupu zapadających papierów wartościowych.

Na rynku obligacji komunalnych, wzrost w horyzoncie rocznym miał miejsce zarówno co do ilości emitentów, jak i globalnej kwoty nominalnej wyemitowanego długu. Spośród 43 emitentów zarejestrowanych na GPW na dzień 30.09.2022 r. 3 nowych, obecnych na rynku od I kwartału 2022 r., to: Gmina Miejska Mielec, Gmina Słupsk i Kielce. Wyższa nominalnie wartość obligacji miała odzwierciedlenie również w liczbie notowanych serii, których było

o 40 więcej niż w odnośnym okresie 2021 r. Natomiast w porównaniu z końcem I kwartału br. wartość emisji spadła o 10,6% (485,2 mln zł). Łączna ilość emisji w tym okresie zmalała o 2 serie. Tabela 8 zawiera wykaz emisji wykupionych w tym okresie przez emitentów.

Tabela 8. Emisje JST wykupione w okresie II i III kwartału 2022 r.

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Data emisji</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Wartość emisji [tys. zł]</b>	<b>Wartość wykupionych obligacji [tys. zł]</b>
Warszawa	WAW0922	09.2012	23.09.2022	452 157	452 157
Kraków	KRA0423	04.2013	30.04.2023	50 000	25 000
Gmina Piła	PIA0922	09.2013	10.09.2022	4 000	4 000
Wałbrzych	WAL0925	09.2013	02.09.2025	16 000	4 000
<b>Suma</b>					<b>485 157</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Tabela 9. Emitenci zwiększający w ujęciu rocznym wolumen emisji na publicznym rynku obligacji komunalnych

<b>Emitent</b>	<b>Wzrost wolumenu wyemitowanych obligacji [tys. zł]</b>
Kraków	295 000
Miasto Kielce	167 500
Województwo Małopolskie	125 000
Miasto Słupsk	96 000
Gmina Miejska Mielec	58 000
Gmina Miasto Świnoujście	51 000
Miasto Zamość	48 000
Gmina Niepołomice	28 000
Siedlce	25 200
Gmina Piła	20 000
Gmina Słupsk	13 300
Miasto Ustka	7 000
Gmina Mosina	5 000
Gmina Miejska Świdnik	2 100
<b>Suma</b>	<b>941 100</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl.

O ile w porównaniu do września 2021 r. można wskazać 14 emitentów JST, którzy zwiększyli swoje zadłużenie na rynku publicznym (Tabela 9), o tyle w porównaniu do końca I kwartału br. nie było już ani jednego takiego emitenta – wzrost rynkowych stóp procentowych skutecznie osłabił wśród samorządowców dążenie do zwiększania zadłużenia. Odnotowano

natomiast 4, których zadłużenie złożyło się na wskazany wyżej spadek wartości „czynnych” emisji. Jak można zauważyć, gros odnotowanego spadku to wynik wykupu 10-letnich obligacji serii WAW0922, wyemitowanych we wrześniu 2012 r. przez Warszawę z terminem wykupu przypadającym na tydzień przed końcem września 2022 r.

Podobnie jak pół roku wcześniej, do najaktywniejszych emitentów na rynku obligacji komunalnych, z wolumenem emisji przekraczającym 200 mln zł, zaliczały się – wyjąwszy unijne instytucje finansowe – miasta Kraków, Warszawa i Siedlce oraz województwo małopolskie. Wartość emisyjna obligacji wymienionych czterech JST, w wyniku redukcji opisanych powyżej, nieco przekroczyła 2,15 mld zł, co stanowiło blisko 52,8% wartości emisyjnej wszystkich emisji samorządowych notowanych na rynkach publicznych (Catalyst, BondSpot).

Zdecydowanym liderem w tej kategorii był Kraków, którego 8 emisji opiewało łącznie na 1.265 mln zł, co stanowiło 31% wartości wszystkich emisji samorządowych i ponad połowę (58,8%) wartości emisji wzmiankowanych powyżej czterech emitentów. Kolejnych 6 emitentów (Słupsk, Kielce, Świnoujście, Zamość, Elbląg i Płock), każdy z emisjami powyżej 100 mln zł, których łączna wartość wyniosła 856.500 tys. zł (ani miejsca w rankingu, ani wartości wyemitowanych obligacji nie uległy zmianie wobec końca marca br.), miało 21% udziału w ogólnej wartości wyemitowanych obligacji komunalnych. W sumie emisje 10 wymienionych emitentów stanowiły ok. 75% całego zadłużenia JST notowanego na GPW. Informacje dotyczące emisji obligacji pierwszej piątki rankingu zawiera Tabela 10.

Spośród 238 serii notowanych na rynku obligacji korporacyjnych, 43 serie, stanowiące 18,1% wszystkich emisji, charakteryzowały się terminem zapadalności do 1 roku (tj. do 30.09.2023 r.). Kolejne 75 serii (31,5%) miało termin do wykupu pomiędzy 1.10.2023 r. a 30.09.2024 r. W przedziale obejmującym kolejne 4 kwartały (do końca III kwartału 2025 r.) wykupowi podlegać będzie kolejne 48 serii (20,2%). Ogółem 69,7% notowanych obecnie papierów korporacyjnych zapadnie przed upływem najbliższych 3 lat. Większość (56 spośród 72) z pozostałych serii obligacji korporacyjnych zostanie wykupiona przed końcem września 2027 r., czyli przed upływem 5 lat. Jedyne trzy: seria mBanku (MBK1030) i dwie serie Pekao (PEO0631;PEO1033), zapadają w latach trzydziestych. Rozkład zapadalności obligacji przedsiębiorstw w kolejnych latach kalendarzowych obrazuje Wykres 8.

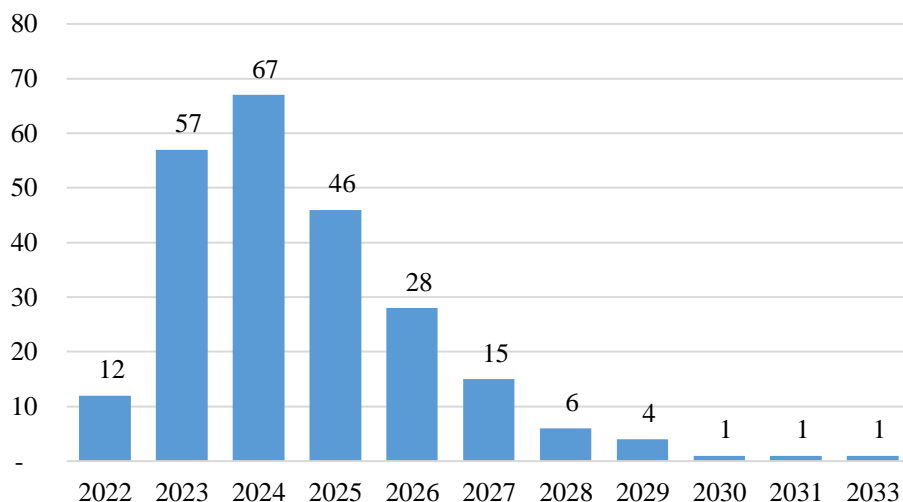
Tabela 10. Emitenci o największym udziale w publicznym rynku obligacji komunalnych

<b>Emitent</b>	<b>Data emisji</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Odsetki</b>	<b>Bieżący kupon</b>	<b>Wartość emisji [tys. zł]</b>
Kraków	04.2013	30.04.2023	WIBOR 6M + 0,8%	8,45%	25 000
	04.2013	27.04.2024	WIBOR 6M + 1,6%	9,25%	180 000
	04.2013	01.10.2027	WIBOR 6M + 1,6%	8,92%	120 000
	05.2013	07.05.2028	WIBOR 6M + 0,9%	8,64%	120 000
	12.2016	22.12.2026	półroczne, stałe	3,96%	200 000
	08.2021	25.11.2033	WIBOR 6M + 0,85%	7,55%	300 000
	10.2021	25.11.2033	WIBOR 6M + 0,85%	7,55%	300 000
	12.2021	25.11.2033	WIBOR 6M + 0,85%	7,55%	20 000
Warszawa	12.2020	21.12.2028	WIBOR 6M + 0,7%	7,81%	200 000
	12.2020	21.12.2030	WIBOR 6M + 0,9%	8,01%	200 000
Siedlce	05.2012	25.11.2025	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	2 500
	07.2012	25.11.2026	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	2 500
	07.2012	25.11.2027	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	2 500
	07.2012	25.11.2028	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	2 500
	07.2012	25.11.2029	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	2 500
	07.2012	25.11.2030	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	2 500
	07.2012	25.11.2031	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	700
	01.2013	25.11.2031	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	1 900
	01.2013	25.11.2032	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	2 500
	01.2013	25.11.2033	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	2 500
	01.2013	25.11.2034	WIBOR 6M + 1,85%	8,55%	2 500
	05.2014	25.11.2023	WIBOR 6M + 1,6%	8,30%	8 000
	05.2014	25.11.2033	WIBOR 6M + 1,6%	8,30%	40 000
	07.2015	25.11.2033	WIBOR 6M + 2%	8,70%	80 000
	08.2015	25.11.2033	WIBOR 6M + 2,5%	9,20%	25 000
	07.2016	25.11.2034	WIBOR 6M + 1,96%	8,66%	22 000
	06.2017	25.11.2035	WIBOR 6M + 1,96%	8,66%	19 000
	12.2020	25.11.2036	WIBOR 6M + 1,8%	8,50%	14 000
	12.2020	25.11.2037	WIBOR 6M + 1,8%	8,50%	14 000
	12.2021	25.11.2036	WIBOR 6M + 1,25%	7,95%	29 200
Województwo Małopolskie	12.2017	28.12.2023	WIBOR 6M + 0,75%	8,03%	10 000
	12.2017	28.12.2024	WIBOR 6M + 0,75%	8,03%	10 000
	12.2017	28.12.2025	WIBOR 6M + 0,75%	8,03%	10 000
	02.2018	23.02.2024	WIBOR 6M + 0,75%	8,05%	10 000
	11.2018	19.11.2025	WIBOR 6M + 0,75%	7,41%	10 000
	11.2018	19.11.2028	WIBOR 6M + 0,75%	7,41%	20 000
	12.2018	21.12.2026	WIBOR 6M + 0,75%	7,89%	15 000
	12.2021	21.12.2026	WIBOR 6M + 0,48%	7,62%	15 000
	12.2021	21.12.2030	WIBOR 6M + 0,83%	7,97%	35 000
	12.2021	25.11.2031	WIBOR 6M + 0,85%	7,55%	35 000
Miasto Słupsk	12.2021	25.11.2032	WIBOR 6M + 0,93%	7,63%	40 000
	06.2019	25.11.2028	WIBOR 6M + 0,93%	7,63%	10 000
	06.2019	25.11.2029	WIBOR 6M + 0,93%	7,63%	10 000
	06.2019	25.11.2030	WIBOR 6M + 0,93%	7,63%	10 000

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
	06.2019	25.11.2031	WIBOR 6M +0,93%	7,63%	10 000
	06.2019	25.11.2032	WIBOR 6M +0,93%	7,63%	9 000
	06.2020	25.11.2030	WIBOR 6M + 1,3%	8,00%	10 000
	10.2020	25.11.2031	WIBOR 6M + 1,3%	8,00%	10 000
	12.2020	25.11.2024	WIBOR 6M + 1%	7,70%	2 500
	12.2020	25.11.2025	WIBOR 6M + 1%	7,70%	2 500
	09.2021	25.11.2024	WIBOR 6M + 0,9%	7,60%	10 000
	09.2021	25.11.2025	WIBOR 6M + 1,25%	7,95%	10 000
	09.2021	25.11.2027	WIBOR 6M + 1,25%	7,95%	10 000
	09.2021	25.11.2028	WIBOR 6M + 1,25%	7,95%	16 000
	09.2021	25.11.2026	WIBOR 6M + 1,25%	7,95%	10 000
	09.2021	25.11.2027	WIBOR 6M + 1,25%	7,95%	10 000
	12.2021	25.11.2029	WIBOR 6M + 0,99%	7,69%	10 000
	12.2021	25.11.2033	WIBOR 6M +1,09%	7,79%	10 000
	12.2021	25.11.2034	WIBOR 6M +1,09%	7,79%	10 000

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Wykres 8 Rozkład zapadalności obligacji przedsiębiorstw

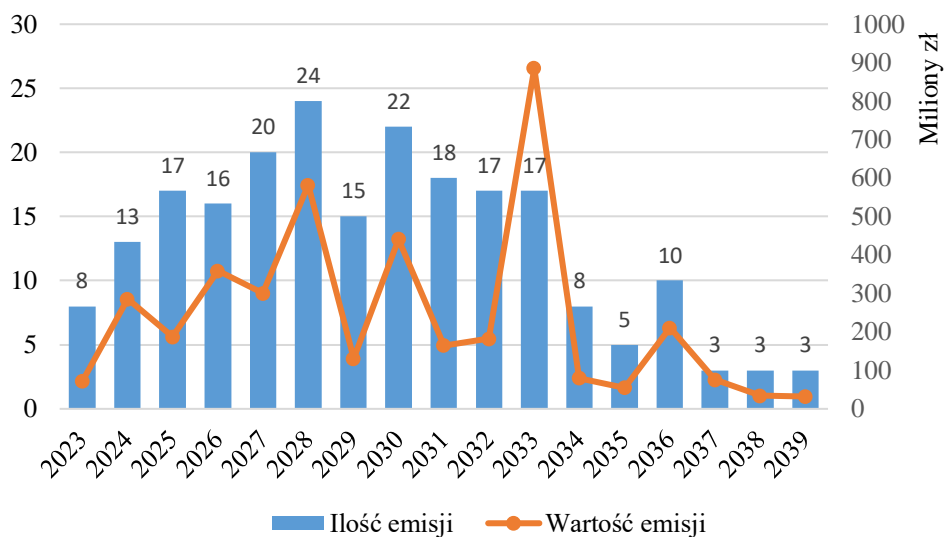


Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

W sektorze obligacji samorządowych rozkład zapadalności był bardziej zróżnicowany. Pomimo nieco niższej liczby dostępnych serii papierów dłużnych (219) niemal połowa (106 serii), a wartościowo ponad połowa (2.161,7 mln zł), miała datę wykupu przypadającą na lata 30. XXI wieku, z maksimum wartościowym przypadającym na rok 2033, a 65 z nich podlegało wykupowi nie wcześniej niż za 10 lat licząc od początku IV kwartału br. Rozkład zapadalności

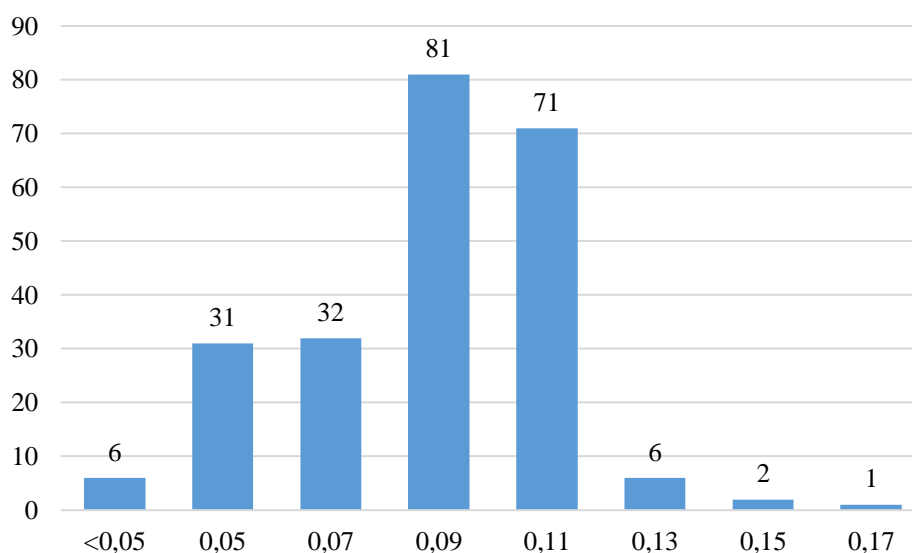
obligacji JST w kolejnych latach kalendarzowych oraz wykres zapadalności tego samego segmentu rynku (na osi pomocniczej) przedstawia Wykres 9.

Wykres 9. Rozkład zapadalności obligacji JST



Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Wykres 10. Rozkład kuponów obligacji korporacyjnych



Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Większość notowanych obligacji korporacyjnych stanowiły obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Oferowane kupony obligacji przedsiębiorstw pokrywały dość szeroki przedział pomiędzy 4% a 17%. Niższe niż 4% kupony oferowały jedynie obligacje



nominowane w euro. Dolną granicę przedziału (stały kupon 4%) stanowiły wyemitowane w czerwcu ub.r. pięcioletnie obligacje Kruk S.A. Przeciwniegi kraniec przedziału (WIBOR 3M + 10% = 17%) zamykały wyemitowane za ledwie dwa miesiące wcześniej niż obligacje Kruk S.A. obligacje firmy Europejskie Centrum Odszkodowań S.A., zapadające w kwietniu przyszłego roku. Przeważająca część obligacji (ponad 2/3) plasowała się w węższym przedziale o szerokości 4 p.p., od 9% do 13%, oferującym marżę wobec WIBOR pomiędzy 2 a 6 p.p. Pełny rozkład kuponów obligacji korporacyjnych nominowanych w PLN pokazano na Wykresie 10.

Aktywność rynku wtórnego obligacji komercyjnych w ostatnich 6 miesiącach, mierzona globalną wartością zawartych transakcji, odnotowała wyraźną poprawę zarówno w stosunku do I kwartału obecnego roku jak i w stosunku do okresu I i III kwartału roku poprzedniego. Niemal w całości były to transakcje, których przedmiotem były obligacje przedsiębiorstw; obroty w segmencie papierów komunalnych były praktycznie symboliczne i w dalszych statystykach zostały pominięte.

Obroty w II kwartale br., osiągając wartość 769,8 mln zł, były o ponad 43,6% wyższe niż w I kwartale br., kiedy to zamknęły się wartością 535,8 mln zł. III kwartał br. był słabszy od drugiego, co można złożyć na karb sezonu wakacyjnego, jednak z obrotami 575,2 mln zł był, mimo wszystko, lepszy (o 7,4%) od pierwszych trzech miesięcy roku. Jeśli porównać okres sześciomiesięczny (od kwietnia do października) ostatnich dwóch lat, to ożywienie rynku jest jeszcze bardziej wyraźne. W ubiegłym roku obroty na rynku w tym okresie wyniosły za ledwie 612,8 mln zł, podczas gdy w roku bieżącym były ponad dwukrotnie (o 119%) wyższe osiągając wartość 1.345 mld zł. W II kwartale zawarto 22.716 transakcji tj. o 3.235 więcej (plus 14,2%) natomiast w III kwartale odnotowano 17.495 transakcji tj. o ok. 2 tys. mniej niż w I kwartale br. (spadek o 10,2%). Łącznie w okresie 6 miesięcy od kwietnia do września br. ilość transakcji przekroczyła 40 tysięcy, co było liczbą o 16.637 wyższą (o 41,4%) niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Spośród ponad 230 dostępnych na rynku w III kwartale 2022 r. papierów dłużnych przedsiębiorstw w praktyce aktywnemu obrotowi (o wartości przekraczającej 10 mln zł na kwartał) podlegało za ledwie 12 serii obligacji. Jeśliby wziąć pod uwagę cały okres od początku kwietnia do końca września br. i spojrzeć na tak zdefiniowany aktywny obrót (łącznie obroty przekraczające 20 mln zł) przez pryzmat emitentów, to w ich grupie byłoby 14 podmiotów. Obroty papierami tych przedsiębiorstw, wynoszące w sumie ponad 1 mld zł, stanowiły w analizowanym okresie 83,6% globalnej wartości rynku wtórnego obligacji korporacyjnych.

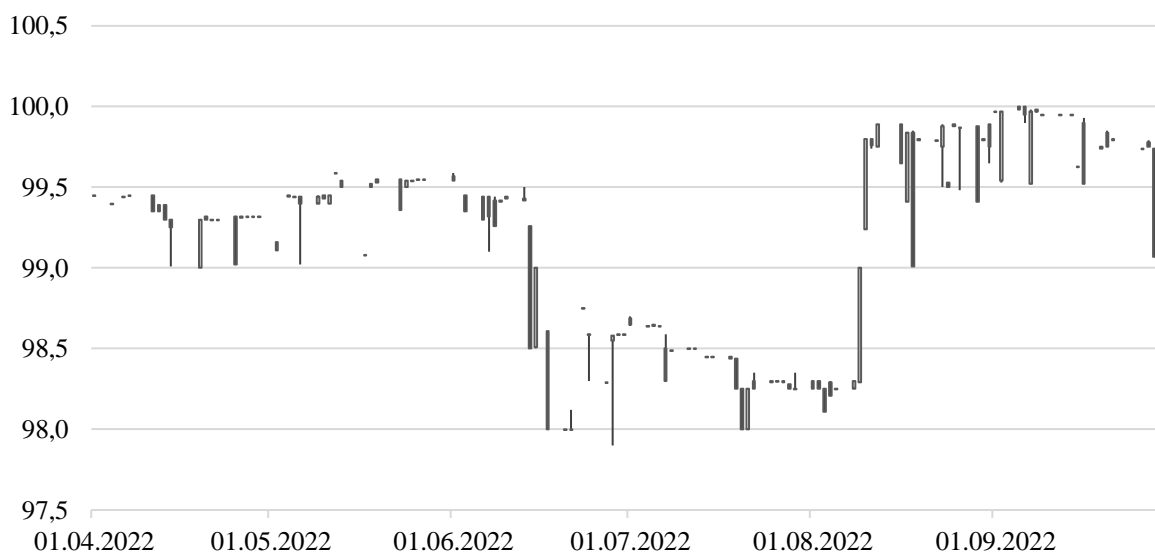
Tabela 11. Obligacje o największym obrocie wtórnym w okresie od II do III kwartału 2022 r.

<b>Emitent</b>	<b>Wartość obrotu [tys. zł]</b>	<b>Liczba transakcji</b>	<b>Udział w rynku</b>
PZU	155 039,1	580	12,2%
Pekao	124 042,3	1 552	9,8%
Alior Bank	123 358,8	1 189	9,7%
KGHM Polska Miedź	95 232,2	1 711	7,5%
Ghelamco Invest	85 774,6	3 760	6,7%
PKN Orlen	78 134,5	565	6,1%
PKO BP	75 815,7	295	6,0%
Polski Holding Nieruchomości	70 625,0	662	5,6%
Enea	57 612,9	230	4,5%
Echo Investment	51 043,9	2 814	4,0%
mBank	46 616,7	219	3,7%
Cyfrowy Polsat	35 859,5	778	2,8%
Kruk	32 429,9	3 936	2,5%
Bank Millennium	31 429,5	55	2,5%

Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

Największą popularnością wśród inwestorów cieszyły się papiery PZU, Pekao i Alior Banku – obroty obligacjami każdego z wymienionych przekroczyły w trakcie półrocza 120 mln zł, a liderem była obligacja serii PZU0727 wyemitowana przez największego polskiego ubezpieczyciela. Pełną listę 14 emitentów, wraz z przypisaną i wartością obrotów oraz ilością transakcji przedstawiono w Tabeli 11, a wykres notowań lidera tj. obligacji PZU0727 w okresie analizowanego półrocza zilustrowano na Wykresie 11.

Wykres 11. Notowania obligacji PZU0727



Źródło: Biznesradar.pl.

Warto zauważyć, że na dziesięć pierwszych miejsc zestawienia wartościowego, aż 8 (poza Ghelamco Inv. i Echo Inv.) zajmowały spółki kontrolowane przez Skarb Państwa. Ich obligacje są z pewnością traktowane przez część inwestorów jako substytut papierów skarbowych i z dużym prawdopodobieństwem (sądząc po średniej wartości transakcji) cieszyły się popularnością przede wszystkim wśród inwestorów instytucjonalnych.

Czerwcowy spadek notowań obligacji serii PZU0727, który utrzymał się ok. 2 miesiące był skorelowany ze spadkiem akcji PZU na głównym parkiecie warszawskiej giełdy, a jego przyczyn można doszukiwać się zarówno w decyzjach zarządzających portfelami aktywów, którzy dokonywali ich restrukturyzacji przed zakończeniem półrocza (okres raportów większości TFI) jak i w uwarunkowaniach fundamentalnych: pod koniec maja br. spółka w raportach bieżących przedstawiła propozycje uchwał na WZA, w tym propozycję dotyczącą dywidendy, jak również poinformowała o podjęciu decyzji o rezygnacji z kontynuowania prac zmierzających do emisji obligacji podporządkowanych oraz wcześniejszego wykupu obligacji podporządkowanych serii A, wyemitowanych w 2017 r. Rozważana przez PZU emisja dotyczyła obligacji podporządkowanych na rynku krajowym o łącznej wartości nominalnej nie wyższej niż 3.000 mln zł i była ściśle powiązana z planowanym przez Spółkę wcześniejszym wykupem obligacji wyemitowanych w dniu 30 czerwca 2017 r. o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 2.250 mln zł z terminem zapadalności w lipcu 2027 r.

W poprzednim raporcie przytoczony został kwietniowy raport agencji Fitch oraz zawarte w nim oceny przyznane wówczas emitentom polskich papierów dłużnych przez tę agencję ratingową. W obecnym raporcie przedstawiono aktualne oceny nadane wybranym polskim emitentom przez agencję EuroRating. W Tabeli 12 przedstawiono ratingi banków obecnych na rynku Catalyst, a w kolejnej tabeli ratingi pozostałych liczących się emitentów obligacji korporacyjnych.

Tabela 12. Oceny ratingowe wybranych polskich banków wg agencji EuroRating

<b>Bank</b>	<b>Rating</b>	<b>Perspektywa</b>
Alior Bank	BB	stabilna
Bank Millennium	BB-	negatywna
Bank Ochrony Środowiska	BB	stabilna
Bank Pekao	A-	stabilna
Bank Pocztowy	BB	negatywna
mBank	BBB-	stabilna
PKO BP	A-	stabilna
Santander Bank Polska	A-	stabilna

Źródło: [www.eurorating.com](http://www.eurorating.com).

Tabela 13. Oceny ratingowe wybranych polskich emitentów obligacji korporacyjnych wg agencji EuroRating

Spółka	Rating	Perspektywa
CCC	B+	stabilna
CD Projekt	BBB-	stabilna
Cyfrowy Polsat	BBB-	stabilna
KGHM Polska Miedź	BBB-	stabilna
Kruk	BB	stabilna
LPP	BBB-	stabilna
PGE	BBB+	stabilna
PKN Orlen	BBB	pozytywna

Źródło: www.eurorating.com

## 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 obligacje komunalne, stanowiące przeważającą część portfela nieskarbowych instrumentów dłużnych wyemitowanych przez podmioty spoza Zrzeszenia SGB, w porównaniu z sytuacją z poprzedniego raportu, odnoszącego się do stanu na 31.03.2022 r., zmalało o nieco ponad 3 mln zł. Było to wynikiem mającego w tym czasie miejsce wykupu 6 serii obligacji samorządowych (Tabela 14), wykazywanych w portfelach 4 banków spółdzielczych w kwocie 3.950 tys. zł i jedynej w tym okresie, a konkretnie we wrześniu, inwestycji jednego banku w dwie serie obligacji gminy Czarna Woda na łączną kwotę 900 tys. zł. Tym samym według wartości nominalnej, portfel obligacji JST będących w posiadaniu banków spółdzielczych Zrzeszenia SGB na koniec września br. miał wartość 103.832 tys. zł.

Tabela 14 Obligacje wykupione z portfeli banków spółdzielczych w II i III kwartale 2022 r.

Emitent	Kwota [tys. zł]
Gmina Bełżec	250
Gmina Miejska Kościan	1 000
Gmina Nowe	700
Gmina Warlubie	500
Gmina Września	1 000
Powiat Kościan	500
<b>Suma końcowa</b>	<b>3 950</b>

Źródło: sprawozdania NB300.

Tabela 15. Emitenci obligacji komunalnych, utrzymywanych przez banki spółdzielcze, Uczestników Systemu Ochrony SGB, na koniec września 2022 r.

<b>Emitent</b>	<b>Zaangażowanie [tys. zł]</b>
Gmina Pelplin	15 950
Gmina Sierakowice	14 140
Powiat Czarnkowsko-Trzcianecki	5 800
Miasto Białogard	5 025
Gmina Czarna Woda	4 850
Powiat Żnin	4 600
Gmina Pniewy	4 450
Gmina Września	4 000
Gmina Szemud	3 950
Powiat Kościański	3 500
Gmina Gródek	3 127
Gmina Kotła	3 100
Gmina Pajęczno	3 000
Miasto i Gmina Nakło nad Notecią	2 500
Gmina Dygowo	2 437
Gmina Biesiekierz	2 200
Gmina Nowe	2 100
Gmina Czempień	2 000
Gmina Sulęczyń	2 000
Gmina Morzeszczyn	1 450
Gmina Kcynia	1 400
Miasto i Gmina Odolanów	1 200
Gmina Miejska Nieszawa	1 040
Gmina Kościerzyna	1 000
Gmina Czaplinek	1 000
Leszno	1 000
Miasto i Gmina Działoszyn	900
Gmina Miejska Aleksandrów Kujawski	860
Gmina Warlubie	800
Gmina Wschowa	800
Gmina Stare Miasto	703
Gmina Sławoborze	600
Gmina Damnica	500
Gmina Bełżec	500
Gmina Miedzichowo	500
Gmina Kuślin	450
Gmina Lubiewo	400
<b>RAZEM</b>	<b>103 832</b>

Źródło: sprawozdania NB300.

Na przytoczone powyżej wartości składały się inwestycje 17 banków spółdzielczych w obligacje 37 emitentów reprezentujących samorządy szczebla gminnego, miejskiego i powiatowego. Papiery 19 emitentów znalazły się w portfelach więcej niż jednego banku, w przypadku 6 emitentów nabywcą były nie mniej niż 3 banki spółdzielcze, rekordzistą pod tym względem okazała się Gmina Sierakowice, której obligacje posiadało 6 banków. Emitent ten znalazł się również w grupie trzech JST o największym wolumenie, wśród inwestycji dokonanych przez banki spółdzielcze Zrzeszenia SGB w papiery samorządowe – sumaryczna wartość tych obligacji w aktywach banków na koniec III kwartału 2022 r. wyniosła 14.140 tys. zł i była niższa tylko od wartości posiadanych przez trzy banki obligacji Gminy Pelplin (15.950 tys. zł). Na trzecim miejscu w tej klasyfikacji znalazł się Powiat Czarnkowsko-Trzcianecki, obecny w portfelach 2 banków, z wartością uplasowanych obligacji 5.800 tys. zł tj. ponad dwukrotnie niższą (41%) od Gminy Sierakowice. Ranking 5 emitentów najchętniej obejmowanych obligacji JST uzupełniały: Miasto Białogard z wartością 5.025 tys. zł (również w portfelu 2 banków) i Gmina Czarna Woda (4.850 tys. zł). W sumie obligacje tych 5 emitentów – o łącznej wartości bilansowej wynoszącej 45.765 tys. zł – stanowiły 44,1% portfela obligacji komunalnych obecnych na koniec III kwartału 2022 r. w aktywach banków spółdzielczych.

W stosunku do końca marca br. struktura portfela JST w zasadzie się nie zmieniła, dominującą pozycję w zestawieniu utrzymały obligacje gmin Pelplin, Sierakowice, powiatu Czarnkowsko-Trzcianeckiego oraz miasta Białogard. Jediną zmianę w grupie pięciu najpopularniejszych emitentów JST stanowiła Gmina Czarna Woda, która z pozycji szóstej, zajmowanej pół roku wcześniej, awansowała do pierwszej piątki zestawienia, kosztem obligacji gminy Złoczew, które zniknęły całkowicie z portfela uczestników Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB. Wykaz całego portfela obligacji samorządowych będących w posiadaniu banków z Grupy SGB przedstawiono w Tabeli 15.

Poza wyżej wymienionymi instrumentami dłużnymi emitowanymi przez samorządy 7 banków posiadało również nieznacznym z punktu widzenia ich sum bilansowych portfel obligacji spoza sektora JST, z czego część stanowiły obligacje 6 emitentów z rynku publicznego, a pozostałą część stanowiły papiery dłużne również 6 emitentów obejmowane w ramach emisji niepublicznych. Ogółem portfel ten opiewał na kwotę 30.767,0 tys. zł (w cenie nabycia), a udziałem przeważała w nim zdecydowanie pierwsza z wymienionych części o wartości 19.885,7 tys. zł (64,6%). Tabela 16 zawiera wykaz wzmiankowanych powyżej instrumentów dłużnych.

Tabela 16. Emitenci obligacji przedsiębiorstw utrzymywanych przez banki spółdzielcze, Uczestników Systemu Ochrony SGB, na koniec września 2022 r.

<b>Emitent</b>	<b>Zaangażowanie w zł</b>
Admiral Boats S.A.	497 000
Bank Pekao S.A.	1 020 932
EC Będzin S.A.	1 950 000
Enea S.A.	1 931 054
IT Card S.A.	2 000 000
Kerdos Group S.A.	1 000 000
Milmex Systemy Komputerowe Sp. z o.o.	2 000 000
PKN Orlen S.A.	11 591 859
PKO Bank Hipoteczny S.A.	3 500 000
Polbrand Sp. z o.o.	3 434 395
PKO BP S.A.	1 019 911
PZU S.A.	821 895
<b>Suma</b>	<b>30 767 046</b>

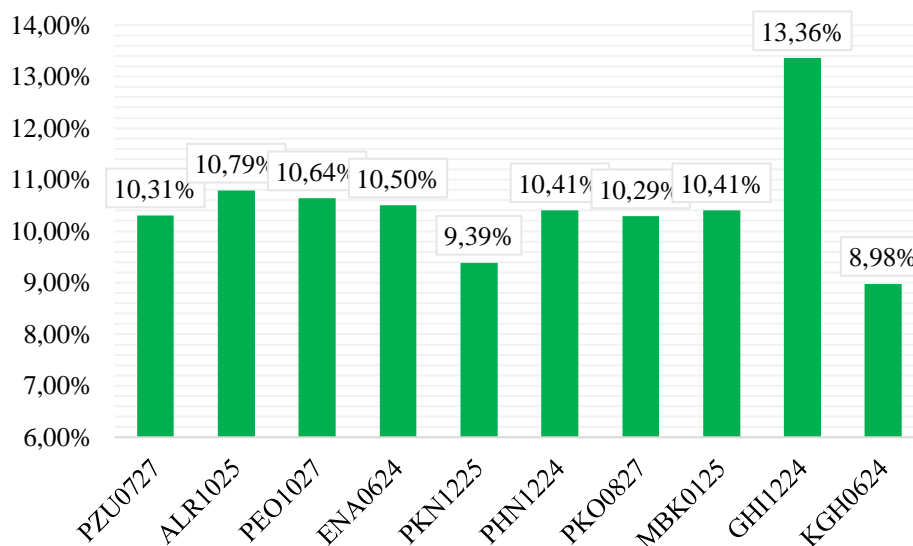
Źródło: sprawozdania NB300.

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

### 1) Rynek obligacji i rynek akcji

Charakterystykę rynku dłużnych papierów komercyjnych w III kwartale br. przedstawiono szczegółowo w punkcie 3.1. Rentowność brutto do wykupu dla dziesięciu serii obligacji korporacyjnych o najwyższych obrotach na rynku Catalyst w trzecim kwartale mieściła się w przedziale od niespełna 9% do ponad 13% (Wykres 12).

Wykres 12 Rentowność do wykupu na dzień 30.09.2022 r. dla obligacji o największym obrocie w III kwartale 2022 r.



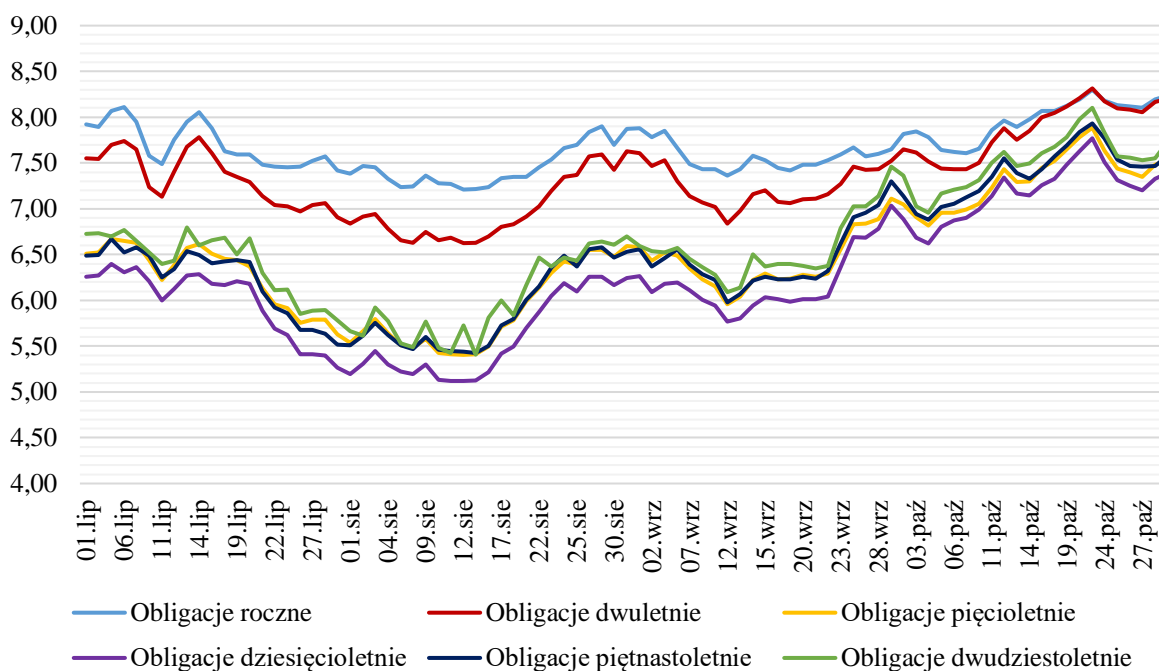
Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl, obliczenia własne.

Długoterminowe obligacje skarbowe oferowały w tym czasie znacząco niższą (o 2 do ponad 7 p.p.) rentowność. Wahala się ona w przedziale od 5–5,5% dla papierów najdłuższych (5 i więcej lat) do niespełna 7,5% dla obligacji dwuletnich OK0724. Największy rozrzut rentowności odnotowano w środkowym okresie kwartału, pomiędzy 15 lipca a 15 września br., końcówka września przyniosła wyrównanie rentowności, co było efektem zapowiedzi RPP o zakończeniu cyklu podwyżek stopy referencyjnej. Na koniec analizowanego okresu, tj. 30 września, rentowność omawianych papierów mieściła się w wąskim, jednoprocetowym przedziale pomiędzy 6,9% a 7,8% (Wykres 13). Wzrost rentowności obligacji komercyjnych był z pewnością w znacznym stopniu spowodowany obawami o pogorszenie się sytuacji



ekonomicznej przedsiębiorstw a także wzrostem marż na rynku pierwotnym, tłumaczy również zwiększoną, w stosunku do poprzednich okresów, aktywność inwestorów na rynku wtórnym.

Wykres 13. Dzienna rentowność obligacji skarbowych w okresie od lipca do października 2022 r.



Źródło: Reuters.

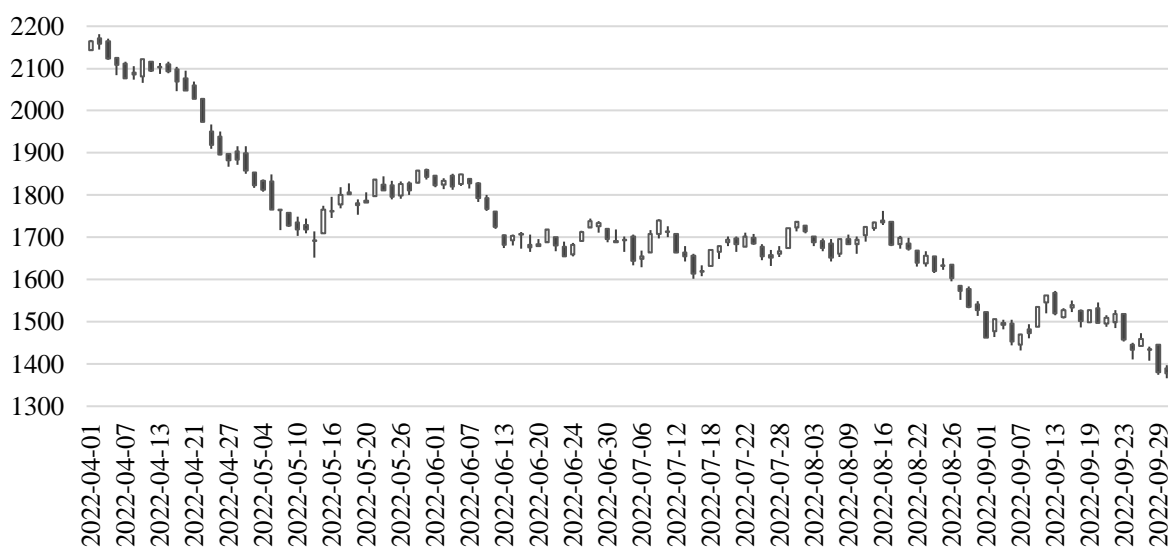
Wachlarz alternatywnych do papierów dłużnych, dostępnych bankom spółdzielczym, możliwości inwestycyjnych jest ograniczony do inwestycji w fundusze inwestycyjne zarówno otwarte, oferujące jednostki uczestnictwa, jak i zamknięte emitujące certyfikaty inwestycyjne. W związku z tym w niniejszym opracowaniu 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 półrocza od kwietnia do września 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. Większość z nich była mocno skorelowana – poza indeksami niemieckim i japońskim – swoje

półroczne maksima osiągnęły w pierwszym miesiącu analizowanego okresu, z kolei sześciomiesięczne minima 6 na 8 indeksów (za wyjątkiem NIKKEI i NASDAQ) odnotowały w ciągu ostatniego tygodnia września. Za wyjątkiem indeksu japońskiego, pozostałe 7 zaliczyło dwucyfrowe straty procentowe mierzone spadkiem notowań od pierwszego do ostatniego dnia analizowanego przedziału czasowego.

Trwający już rok okres spadków – przeplatany niewielkimi okresami spekulacyjnego odreagowania – można interpretować jako wynik negatywnego sentymentu zdecydowanej większości inwestorów giełdowych, bazujących na słabych rokowaniach co do szybkiego wyjścia gospodarki światowej z kryzysu, głównie w krajach grupy G20, ale i w pomniejszych powiązanych z nimi gospodarkach regionalnych. W tym niezbyt optymistycznym obrazie pozytywnym wyjątkiem było zachowanie w okresie ostatniego roku giełdy w Tokio, której notowania utrzymywały się w stanowiącym trend boczny pasie pomiędzy 25.000 a 30.000 pkt.

Wykres 14. Wartość indeksu WIG20 w okresie od II do III kwartału 2022 r.



Źródło: GPW.pl.

Polski indeks WIG20 w okresie od początku kwietnia do końca września 2022 r. należał do najgorszych wśród rynków europejskich i odznaczał się negatywnie nawet na tle słabego zachowania pozostałych giełd. Deprecjacja wyniosła w tym okresie blisko 790 pkt., co przełożyło się na ponad 36-procentowe zniesienie wartości. W ujęciu rocznym – od 1 października 2021 r. – skala spadku była nawet wyższa (minus 921 pkt.), co równało się deprecjacji ponad sześćdziesięcioprocentowej. Analizując taką falę spadków za pomocą analizy technicznej można by uznać, że trwający ponad rok trend spadkowy wyczerpuje swój

potencjał i w najbliższym okresie powinno dojść do odbicia się notowań od tych bardzo niskich poziomów. Nie ma jednak szans na trwałe odbudowanie się poziomu notowań ze względu na brak trwalszych fundamentów ekonomicznych takiego wzrostu zarówno w krajowej, jak i światowej gospodarce. Na Wykresie 14 zobrazowano przebieg wartości indeksu WIG20 w analizowanym okresie 6 miesięcy 2022 roku, a w Tabeli 17 zestawiono dane odnoszące się do pozostałych omówionych powyżej indeksów najważniejszych giełd światowych.

Tabela 17. Charakterystyka zmienności wybranych indeksów giełdowych w II-III kw. 2022 r.

NAZWA INDEKSU	NASDAQ100	SP500	FTSE250	DAX	NIKKEI225	CAC40	WIG20
Kurs Otwarcia	14 262	4 546	21 197	14 429	27 624	6 663	2 165
Kurs Maksymalny	14 534	4 583	21 411	14 708	29 223	6 756	2 165
Data	03.04.2022	03.04.2022	05.04.2022	06.06.2022	16.08.2022	21.04.2022	01.04.2022
Kurs Minimalny	10 565	3 584	16 660	11 870	25 520	5 636	1 378
Data	15.06.2022	30.09.2022	29.09.2022	28.09.2022	19.06.2022	29.09.2022	30.09.2022
Kurs Zamknięcia	10 576	3 586	17 168	12 114	25 937	5 762	1 378
Δ 1	-3 686	-960	-4 029	-2 315	-1 687	-901	-787
Δ 2	-25,8%	-21,1%	-19,0%	-16,0%	-6,1%	-13,5%	-36,4%
Δ 3	-3 969	-999	-4 751	-2 838	-3 703	-1 120	-787
Δ 4	-27,3%	-21,8%	-22,2%	-19,3%	-12,7%	-16,6%	-36,4%

Δ 1 Zmiana zamknięcie - otwarcie [wartość]

Δ 2 Zmiana zamknięcie - otwarcie [%]

Δ 3 Zmiana maksimum - minimum [wartość]

Δ 4 Zmiana maksimum - minimum [%]

Źródło: bankier.pl, money.pl, obliczenia własne.

## 2) Rynek funduszy inwestycyjnych

Aktywa zarządzane przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych – podobnie do dłużnych papierów komercyjnych – stanowią, nie wliczając banku zrzeszającego, nieznaczną część łącznej sumy bilansowej Uczestników Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB i ograniczają się 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., a także jednostki uczestnictwa TFI AGRO S.A. służące do zastępczego emitowania długu podporządkowanego zaliczanego przez banki do Tier 2.

Dla banków spółdzielczych Systemu Ochrony przeznaczony jest zarządzany przez Generali Investments TFI S.A. fundusz „SGB Dłużny Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty” (dalej „SGB Dłużny SFIO”) inwestujący 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 18. Stopy zwrotu funduszu SGB Dłużny SFIO według stanu w dniu 24.11.2022 r.

Wyszczególnienie	1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Stopa zwrotu	8,88%	0,26%	1,78%	-11,63%	-11,95%	-19,98%	-16,30%
Średnia w grupie	8,78%	-0,16%	1,64%	-7,82%	-9,04%	-16,87%	-11,89%
Pozycja w grupie	7/28	7/28	11/28	24/28	21/27	20/26	20/25

Zródło: analizy.pl.

W ostatnich miesiącach SGB Dłużny SFIO odnotował pozytywne wyniki. Krótkoterminowe (do 6 miesięcy) stopy zwrotu były dodatnie, a osiągnięte rezultaty plasowały fundusz w górnych kwartylach (tzn. powyżej przeciętnej) wyników osiągniętych przez dostępne na rynku fundusze o porównywalnych strategiach inwestycyjnych.

Na koniec września 2022 r. w posiadaniu 18 banków spółdzielczych znajdowały się aktywa (jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne) zarządzane – poza wzmiankowanym TFI Generali Inv. – przez TFI AGIO S.A., TFI AGRO S.A. oraz BPS TFI S.A. 4 banki spółdzielcze posiadały instrumenty inwestycyjne więcej niż jednego funduszu. Ogółem aktywa ulokowane w funduszach inwestycyjnych, wg ceny nabycia, osiągnęły wartość 97.255,7 tys. zł, z czego największy udział (55,3%) należał do funduszu SGB Dłużny SFIO. Jednostki tego funduszu znalazły się w aktywach 11 banków spółdzielczych, co w porównaniu z poprzednim raportem oznaczało spadek o 2 banki i o kwotę 7.193,3 tys. zł (minus 11,8%). Pozostałe aktywa o charakterze funduszowym znalazły się w portfelach:

- TFI AGIO S.A. – 4 banków na łączną kwotę 17.240,8 tys. zł,
- BPS TFI S.A. – 1 banku na kwotę 2.423,5 tys. zł,
- TFI AGRO S.A. – 7 banków na kwotę 23.7779,6 tys. zł.

Opracowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zweryfikowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zaakceptował: Michał Jurek